

正式制度距离与非正式制度距离 对海外进入模式影响

——来自中国跨国企业的经验研究

吴晓波 李 竞 李 文 隋易宏

(浙江大学 管理学院, 浙江 杭州 310058)

[摘 要] 尽管中国企业海外投资已进入加速阶段,母国与东道国之间制度环境的差异仍然在很大程度上影响着企业的投资决策,但现有文献对制度距离与企业海外投资进入模式决策关系的结论并不一致。以2008—2012年间中国上市公司海外投资事件为样本,实证结果表明:(1)正式制度距离越大,企业越倾向于采用独资模式进入东道国;非正式制度距离越大,企业越倾向于采用合资模式进入。(2)当中国企业进入制度环境比自身完善的东道国时,正式制度距离与独资模式的正向关系被强化。(3)随着企业过去积累的东道国经验的增多,非正式制度距离与合资模式的关系被削弱。

[关键词] 海外进入模式;正式制度距离;非正式制度距离;正式制度距离方向;东道国经验

一、问题的提出

在“一带一路”倡议的推动下,中国企业海外投资又掀起了新高潮,但与此同时,海外投资依然面临着复杂的外部环境^[1-2]。制度环境的差异性是导致很多跨国企业无法适应海外环境的主要原因。据波士顿咨询公司(BCG)报告^①,难以识别海外投资风险、对海外业务环境以及文化的差异性缺乏了解是目前中国企业海外投资面临的主要挑战。

作为跨国企业海外投资的关键决策之一,进入模式,即选择通过合资还是独资方式建立海外公司,无疑会受到国家间制度环境差异的影响,这已成为国际商务领域的研究重点^[3-4]。但现有的研究却存在不一致的结论。有的研究认为,制度距离会增加风险与不确定性,企业倾向于通过合资模

[收稿日期] 2016-03-17

[本刊网址·在线杂志] <http://www.zjournals.com/soc>

[在线优先出版日期] 2017-05-15

[网络连续型出版物号] CN33-6000/C

[基金项目] 国家自然科学基金重点项目(71232013);国家自然科学基金面上资助项目(71472164);国家自然科学基金面上资助项目(71372054)

[作者简介] 1. 吴晓波(<http://orcid.org/0000-0002-9663-0693>),男,浙江大学管理学院教授,博士生导师,主要从事技术创新、企业战略和全球化制造等方面研究;2. 李竞(<http://orcid.org/0000-0002-5193-8790>),女,浙江大学管理学院博士研究生,主要从事全球化制造与企业创新、国际投资等方面研究;3. 李文(<http://orcid.org/0000-0003-3934-2545>),女,浙江大学管理学院博士研究生,主要从事国际投资研究;4. 隋易宏(<http://orcid.org/0000-0002-5898-479X>),女,浙江大学管理学院硕士研究生,主要从事国际投资研究。

① 参见卫一夫、利嘉伟、罗英等《迎接中国企业海外并购新时代》, http://www.bcg.com.cn/export/sites/default/cn/files/publications/reports_pdf/BCG-Gearing-Up-New-Era-China-Outbound-MandA-Sep-2015-CHN.pdf, 2016年3月17日。

式获得分享当地企业的资源、信息与网络的机会以及在当地的合法性,以降低运营风险^[3,5-6];有的研究则认为,制度距离越大,企业越愿意通过独资模式获得更高的控制权并进行更快的决策,避免距离增加所导致的关系治理成本^[4,7];还有一些研究结果显示,它们之间存在非线性的关系^[8]。

导致研究结论不一致的原因可能有:第一,过去的研究采用交易成本理论或制度理论,基于效率或合法性的视角,解释机制的侧重点不同。第二,过去的研究对制度环境的论述基于不同的分类体系,大多关注某一特定类型的制度环境,较少对不同类别的制度环境的特征和区别进行比较,导致对不同类别制度距离的影响产生混淆。根据 North 的划分,制度环境分为正式制度环境和非正式制度环境^[9]。正式制度环境通过法律规章等明文规定,决定了经济活动的规则,这类制度环境更容易被接触、理解和学习;而非正式制度环境通常是在人类活动过程中发展起来的规范与价值观,蕴含的知识更加隐性,只有长时间融入当地环境中才能习得。因此,在不同的制度距离下企业采取不同的应对策略,从而影响企业的进入模式选择^[3,5]。第三,过去的研究忽视了对制度环境非对称性的考虑,即缺乏对制度距离方向的关注。已有部分学者提出,我们需要对这一非对称性作用机制加以关注^[10-12]。与发达国家相比,像中国这样的新兴经济体所处的正式制度环境质量是中间水平的,中国企业可以去比自身制度环境更完善的国家投资,也可以去制度环境不如中国的国家投资。因此,即使中国与两个东道国的制度相对距离数值相近,如基于世界治理指数(WGI),2008年中国与意大利的制度距离值为 1.09,与阿富汗的制度距离值为 1.16,但在意大利和阿富汗投资的中国企业所面临的风险是完全不同的,对应的海外投资决策也不一样^①。因此,本文将从以下几个方面来解决不一致的问题。

本文以制度理论和交易成本理论相结合的视角,首先分别探讨正式制度距离和非正式制度距离对进入模式的影响。我们预期,正式制度距离越大,企业越倾向于选择独资模式,因为企业通过母国中介或自身网络可以较为容易地习得显性的东道国法律法规知识,并获得合法性以适应该地的制度环境,因此会倾向于通过独资模式获取最大的控制权和收益权以达到较高的运营效率;非正式制度距离越大,如何获得合法性成为企业需要考虑的首要问题,企业就越倾向于选择合资模式来学习当地隐性的社会化知识,通过获得利益相关者的认可等来降低经营风险。再者,正式制度距离与独资模式的关系会受到正式制度距离方向的影响,如果中国企业选择投资制度环境较中国更完善的国家,由于东道国市场的完善有助于提升交易透明度和程序标准化,运营环境更为稳固,正式制度距离与独资模式的关系将被加强。此外,企业也可以通过在东道国累积经验来降低非正式制度距离带来的风险,因此,本文引入东道国经验作为调节变量,企业的东道国经验越丰富,非正式距离与合资模式的关系将会被削弱。

通过对 2008—2012 年进行海外投资的中国上市企业样本进行分析,本文在实践和理论上对该项研究的创新和贡献主要有:(1)整合了制度理论与交易成本理论的对立视角,区分了正式制度距离和非正式制度距离,从而区分了不同类型的制度距离对企业决策的影响机制,这为解决过去制度距离与进入模式研究的不一致结论提供了可行的解决思路;(2)立足于中国的特殊情境,指出中国这类新兴国家无疑都会在不同的制度环境中做出非对称的决策,对进入模式的选择也会存在非对称的影响,弥补了过去研究单纯讨论母国与东道国制度环境差异的数值大小,对相对制度环境优劣关注不足的缺陷;(3)指出了企业需要培养不同的能力来克服两类制度距离带来的风险,企业可以选择投资制度环境比自身完善的国家来降低正式制度距离带来的风险,但是对非正式制度距离的克服则需要企业自身积累的国际化经验,在国际化运营中了解东道国的社会文化和习俗,培养适应当地运作的的能力,降低国际化决策风险。

① 参见白旭波《资源组合、组合能力、多维制度差异与国际市场进入模式选择》,浙江大学管理学院 2013 年博士学位论文。

二、理论基础与假设

制度距离指的是母国与东道国两个国家制度环境的差异^[13]。在现有研究中,最常见的分类有基于 Scott^[14]的制度环境三大支柱而划分的规制距离、规范距离与认知距离^[4,13],以及基于 North^[9]的正式与非正式制度环境而划分的正式制度距离与非正式制度距离两个维度^[7,15-16]。在两种分类方法中,规制距离与正式制度距离类似,而规范距离、认知距离与非正式制度距离相对应。本文采用 North 的分类,以避免在使用规范距离和认知距离过程中出现概念重叠的问题^[17]。

(一) 制度距离对市场进入模式的影响

海外子公司往往面临着双重制度压力^[18],即母公司的全球布局要求子公司复制其组织结构与经营实践以获得竞争优势的内部一致压力,以及东道国环境要求外来者遵守或符合东道国的规制与规范以获得合法性的外部压力^[16,19]。制度距离的增加会同时增加获取合法性与转移组织实践的难度^[15]。

跨国企业通常倾向于通过国际化获取东道国的特有资源,并充分挖掘公司本身的资源能力以扩大优势^[20]。而随着制度距离的扩大,东道国能提供的资源与跨国企业母公司的资源能力也会有显著不同,因此,企业有更多的机会从制度套利中获益^[4]。与此同时,制度距离会增加跨国企业由于对环境的不熟悉或是与当地伙伴的合作关系问题而在新市场运营过程中所面临的竞争劣势和额外成本^[4,21]。通常情况下,为了缓解这种风险,跨国企业往往会寻求与当地企业合作,通过合作企业获得当地的市场知识与关系,并学习当地企业的经营惯例,从而加强其在当地利益相关者眼中的合法性,进一步获取其他资源^[6,22-23]。但这一战略将会增加企业管理合作关系的难度与风险,给跨国企业在整合母、子公司经营业务及组织体系的过程中带来许多监督与协调成本^[7]。

不同类型以及不同水平的制度距离对企业自身对当地企业伙伴的需求以及关系管理的交易成本的影响程度也有所不同^[7,18]。本文运用正式制度距离与非正式制度距离的划分方式分别讨论其对企业进入模式决策的影响机制。

正式制度距离通常是指跨国企业母国与东道国在法律、法规上的差异^[9,24]。正式制度往往提供清晰成文的法律法规,即使出现冲突也能够通过法庭等仲裁机构公开解决。正式制度传递出的直观透明的信息相对更容易被外来者所理解,因此,投资企业能够凭借自身的能力对法律法规进行较为全面的了解^[25],即使在较大的正式制度距离下,跨国企业通过自身努力仍能获得一定合法性,对东道国本土伙伴的需求压力相对较低。而如果采取合资模式,尽管能获取合法性,但合作伙伴在不同法规体系下形成的不同组织惯例会增加拟定合资协议的难度,缺乏经验的公司反而会在交涉过程中面临成本增加、效率降低的问题^[7]。因此,当选择不与东道国本土伙伴进行合作时,跨国企业可以按照公司内部的组织体系选择独资模式以获得对子公司较高的控制权,转移母公司的知识与实践,进行更快的决策,且避免关系管理造成的成本^[4],从而获得较高的收益。

假设 1a: 正式制度距离正向影响企业进入模式,即在其他条件相同的情况下,正式制度距离越大,企业越倾向于独资模式。

区别于正式制度的强制性、显性特点,非正式制度所包含的社会规范和认知通常嵌入在社会环境中,对外来者更为隐性,相关信息的收集与理解也相对困难。在这种情况下,跨国企业自身获取合法性的能力较弱^[25],因此倾向于寻找当地企业建立合作关系。同时,通过直接且密切的互动与合作,跨国企业能够分享合作企业的资源、知识与商业网络,加速企业的学习进程,积累对当地环境的经

验知识,有助于企业逐渐克服非正式制度距离带来的障碍,降低适应成本^[15]。此时,对跨国企业来说,寻找当地合作伙伴的需求十分迫切。尽管随着非正式制度距离的增加,寻找和评估合作伙伴会带来成本上升的问题,在合作过程中合作伙伴出现投机行为的可能性也会增加,但考虑到合法性是跨国企业在进入模式决策中首要考虑的问题,我们假设非正式制度距离对进入模式有相反的影响,即:

假设 1b:非正式制度距离负向影响企业进入模式,即在其他条件相同的情况下,非正式制度距离越大,企业越倾向于选择合资模式。

(二) 正式制度距离方向的调节效应

随着制度距离在国际化研究中的深入,学者们也开始关注制度优劣的影响^[11,26]。国内学者还提出制度逆(顺)差这一概念以描述正式制度距离的方向,即企业从特定制度环境进入到更完善或更不完善的制度环境中^[12,27-28]。对中国这样的新兴经济体国家而言,在正式制度环境方面既存在比中国更完善的发达国家,也存在比中国更不完善的欠发达国家。而在中国企业海外投资的过程中,即使制度距离大小相近,相对于母国更完善的制度环境和更不完善的制度环境对企业进入模式决策的影响也是截然不同的^[29]。

当企业进入正式制度环境不完善的东道国时,政府、政策对市场的干预等制度约束,产权保护等法律制度本身的不完备以及制度环境发展与变革中的不可预测性等问题,给外来企业的运营增加了难度^[30,31],且会影响重要的技术转移环节^[32]。如中国企业在希腊、墨西哥等国的投资突然遭遇“变卦”,也都与东道国政局动荡有着重要关联^①。制度不成熟的东道国市场对外来者通常设定了较多限制,因此企业迫切需要东道国的合作伙伴以获得合法性^[33-34]。与东道国企业进行合资能够充分利用东道国企业的关系网,帮助外来企业更快地融入当地环境^[35]。因此,在正式制度环境不完备的东道国投资时,随着制度距离的增加,企业更倾向于选择合资模式^[28]。

而当企业进入正式制度更完善的东道国时,由于制度环境更为稳定,产权保护等法制体系更加完备有效,跨国企业的权益能得到更好的保障,所面临的不确定性与风险也相对较小^[25]。正式制度通常更容易被观察与解读,因此在完善的制度安排下,企业可以通过严格遵照法律法规来获得在东道国的合法性,同时能够更有效率地通过市场进行交易^[2]。在这种情况下,尽管正式制度距离增大,但企业对东道国伙伴的需求并未显著增加,选择独资模式的概率增加^[27]。综上,我们提出以下假设:

假设 2:在其他条件相同的情况下,若企业进入正式制度环境更加完善的国家,正式制度距离与独资模式的关系将被加强;反之,正式制度距离与独资模式的关系将被削弱。

(三) 东道国经验的调节效应

国际化经验往往影响跨国企业的海外股权进入模式决策。其中,东道国经验能够增加企业在东道国投资中选择独资模式的概率^[36]。非正式制度中的社会规范、信仰与文化通常是隐性的,外来者需要花费时间与精力逐渐嵌入环境,了解如何在这样的环境中生存^[37]。当跨国企业在特定东道国运营一段时间后,能够通过不断的经验性学习形成适合东道国环境的有效组织形式与能力,并获得一定的合法性,从而缓解非正式制度距离在后续投资项目中所带来的不适情况^[36,38]。另一方面,当跨国企业酝酿在东道国新一轮投资时,此前建立的子公司的资源能够被更直接快速地调用以处理可能的文化冲突^[7]。当跨国企业在特定的东道国中具有较丰富的运营经验时,企业的外来者劣势

① 参见佚名《“变卦”的海外投资》,2015年2月9日, http://news.xinhuanet.com/house/cd/2015-02-09/c_1114298618.htm, 2016年3月17日。

将减少,寻找当地合作伙伴的需求已经不大,非正式制度距离对企业的进入模式决策影响较弱^[7,15]。从合法性获取来看,丰富的东道国经验会削弱非正式制度对合资模式的作用。此外,经过一段时间的运营与学习后,东道国环境为企业带来异质性资源的优势会逐渐减弱;同时,防范合作对象投机行为的成本与阻碍也会上升^[4]。在这种情况下,企业也不会倾向于合资模式。因此,本文提出如下假设:

假设3:东道国经验负向调节非正式制度距离与企业合资模式的关系。即在其他条件相同的情况下,东道国经验越丰富,非正式制度距离与企业合资模式的关系将被削弱。

三、方法与数据

(一) 样本选择与数据收集

本研究重点关注跨国企业的海外进入模式,考虑到数据可得性与质量稳定性,本文基于“商务部境外投资企业(机构)名录”数据库与A股上市公司名录的匹配结果,选取在2008—2012年期间进行跨国投资的A股上市公司为研究对象,以其境外子公司的投资事件为研究样本。在进一步筛选过程中,本文剔除子公司注册地在港澳地区或以英属维尔京群岛、开曼群岛为代表的“避税天堂”国家(地区)的投资事件,以及母公司在子公司中股权比例低于10%的投资事件,最终获得280家公司的772项境外投资事件。在此基础上,公司层数据基于国泰安数据库以及公司年报和相关公告获得,国家层数据来自世界银行、国际风险指数(International Country Risk Guide, ICRG)以及Berry等提供的国家距离数据库^[39]。

(二) 变量测量

1. 被解释变量

本文的被解释变量为跨国企业的进入模式,即跨国企业采用合资还是独资形式进入东道国。现有研究根据母公司在子公司股权中所占比例来划分合资与独资,有以95%为界^[40],或分别以5%和95%为界^[41],或以10%和90%为界^[42-43]。本文采用第三种方法,股权比例低于10%的投资不计入样本;将股权比例大于或等于90%的投资事件划分为独资模式,赋值为1;将股权比例在10%与90%之间的投资事件划为合资模式,赋值为0。由于被解释变量为二分变量,本文采用逻辑回归分析模型。

2. 解释变量

根据回归假设,本文的解释变量为正式制度距离和非正式制度距离。

(1) 正式制度距离

现有研究中正式制度距离(规制距离)的测度大部分基于国际组织发布的国家指数,包括世界银行发布的国家治理指数(Worldwide Governance Indicators, WGI)^[11,28]、世界经济论坛发布的全球竞争力报告(Global Competitiveness Report, GCR)^[5]、美国传统基金会发布的全球经济自由度指数(Economic Freedom Index, EFI)^[2,15]以及PRS Group发布的国际风险指数^[44]等。而国家治理指数提供了从1996年起,全球范围内209个国家或地区各年的治理环境信息,包括六个维度:公民呼声和政府责任、政治稳定性和无暴力冲突、政府管制质量、规制质量、法律体制以及腐败控制程度,比较系统地反映了各国政府治理环境的质量^[11],分数越高代表治理质量越好,是更具综合性的指标。因此,本文借鉴Hernández-Nieto的测度方法^[11],首先采取国家治理指数作为国家正式制度距离的测度基础;其次,考虑到投资企业制定进入模式决策一般早于投资公告,

本文获取了各投资事件所对应的东道国在公告前一年的指数,然后对指数的六个维度取平均值,再与中国相应年份的治理指数作差,取绝对值,可得到各投资事件所对应的正式制度距离数值。

(2)非正式制度距离

非正式制度距离的测量与认知距离、规范距离以及文化距离的测量都有交叉。现有研究中的测度有基于 Hofstede 的四维“文化距离”^[15],有基于 Ronen 和 Shenkar^[45]对国家群的分类^[46],或基于 House 等^[47]的 GLOBE 九个维度^[44]。近年来,Berry 等^[39]基于马氏距离的计算方法所创建的国家距离数据库被广泛运用,其中的文化距离被许多研究者用来代替非正式制度距离、规范距离或认知距离^[11]。由于包含的国家特征较为全面,并且一直更新,涵盖的国家范围也比较广,故本文选择 Berry 等数据库中的文化距离来测度非正式制度距离。

3. 调节变量

(1)正式制度距离方向

对正式制度距离进行测量时,在对两国治理指数平均值之差取绝对值之前,本文参考制度顺差、逆差的概念^[12],采用虚拟变量表示正式制度距离方向:当中国的治理指数平均值与东道国的治理指数平均值之差为正时,即中国正式制度环境优于东道国,则此距离为正向,虚拟变量赋值为 1;当中国的治理指数平均值与东道国的治理指数平均值之差为负时,此距离方向为负向,虚拟变量赋值为 0。

(2)东道国经验

企业的国际化经验从区位上可以分为:全球化国际化和在东道国的经验。本文选取后者作为调节变量,测量方式为:统计每个投资事件公告年份之前,该企业在该东道国进行的总投资次数。

4. 控制变量

本文从国家、行业、企业三个层面对模型进行控制,控制变量共有九个:东道国 GDP 增长率、东道国劳动力水平、东道国专利申请量、东道国自然资源存量、东道国经济风险、所属行业、企业规模、企业资源冗余以及国有股权比例(详见表 1)。

表 1 控制变量测度

控制变量	测量方法	数据来源
东道国 GDP 增长率(增长率)	基于不变价格本币计算的 GDP 年增长率	世界银行数据库
东道国劳动力水平(劳动力)	东道国劳动力总数的自然对数	
东道国专利申请量(专利申请)	东道国年专利申请量总和(包括直接申请与 PCT 专利)的自然对数	
东道国自然资源存量(自然资源)	矿石和金属占商品出口的百分比	ICRG 数据库
东道国经济风险(经济风险)	对东道国人均 GDP、GDP 年增长率、年通货膨胀率、政府预算平衡、经常账户平衡等五个维度进行打分,并基于一定权重进行加总而得的风险指数(风险指数数值越低代表风险越高)	
所属行业(制造业)	上市公司属于制造业则赋值为 1,非制造业赋值为 0	国泰安数据库、上市公司年报
企业规模(企业规模)	企业总资产的自然对数	
企业资源冗余(资源冗余)	企业的流动比率(流动资产/流动负债)	
国有股权比例(国有股权)	国有股东持有股权在总股本中所占比例	

四、结果分析

本研究采用的样本共计 772 项海外子公司投资事件,其中制造业企业的海外子公司投资事件占样本总数的四分之三,超过 70%的子公司采用了独资模式。

表 2 给出了变量的描述性统计以及各变量间的相关关系,反映出变量间不存在明显的共线性。模型的回归结果反映在表 3 中,其中模型 1 为包含了所有控制变量的控制组,模型 2 加入了解释变量正式制度距离与非正式制度距离,以验证假设 1a、1b,模型 3 与模型 4 通过分别加入正式制度距离方向与东道国经验两个调节变量及其与对应制度距离的交互项来验证假设 2 与假设 3。

在模型 2 的回归结果中,正式制度距离与非正式制度距离对跨国企业进入模式的选择在 10%的临界水平上显著。其中,正式制度距离的系数为正($\beta=0.377, p<0.1$),而非正式制度距离的系数为负($\beta=-0.0393, p<0.1$)。这表明,中国与东道国的正式制度距离越大,企业采用独资模式设立子公司的概率越大;而对应两国的非正式制度距离越大,企业采用独资模式进入的概率越小,即企业越倾向于采用合资模式进入,实证结果支持了假设 1a 与假设 1b。在已有研究中,许多对制度距离影响国际市场进入模式的研究并没有深入探索不同类别制度距离的内在差别与影响机制。由于正式制度本身具有清晰成文、公开透明的特点,企业在遵从与适应东道国制度环境的过程中所面临的难度大大降低。相对于合资,独资模式不仅能够避免潜在的关系成本,还能够帮助企业获得全部的未来收益^[4]。因此,即使在正式制度距离较大的情况下,企业也往往倾向于选择独资模式以获取相对更高的收益权。另一方面,当新进企业缺乏对当地非正式制度的了解时,在适应东道国非正式制度环境的过程中将面临巨大的合法性缺失与适应不良的问题。因此,新进企业通常需要优先考虑在东道国寻找本地企业进行合资。由于企业克服正式制度距离与非正式制度距离所带来的挑战的方式不同,他们对进入模式的作用机制也有所不同,因此得到的关系截然相反。实证结果也支持本文的假设,即正式与非正式制度距离的作用方向相反。

模型 3 显示正式制度距离的大小与方向的交互项系数显著为负($\beta=-2.636, p<0.05$)。根据变量测度,正式制度距离取值为正(虚拟变量赋值为 1)代表东道国正式制度环境较中国更不完善,而取值为负(虚拟变量赋值为 0)则代表东道国正式制度环境比中国完善。这说明正式制度距离方向对正式制度距离大小与独资模式的关系有显著的负向调节作用(参见图 1)。图 1 直观地反映出,当进入正式制度环境比中国更不完善的东道国时,正式制度距离与独资模式的正向关系被削弱;而当企业进入正式制度环境比中国更完善的东道国时,正式制度距离与独资模式的正向关系被加强。假设 2 得到了支持。这一结果与现有一些关注制度落差的研究结果较为一致^[27-28]。当企业进入相对母国具有更完善的治理体系的东道国时,企业所面临的环境不确定性较低。尽管正式制度距离增加,但企业仍然能相对容易地获得合法性以适应该地环境,因此企业运营的关注重点更多地放在控制成本与增加收益上。基于这种思路,企业更倾向控制力强的独资模式。反之,东道国相对于母国的制度环境更不完善,环境的各项约束使企业在适应过程中遇到困难,为更好地融入环境,首先要获取在当地的合法性,因此,企业倾向于采用合资模式。本文在前人研究基础上,在变量测度中将正式制度距离的大小与方向区分开来^[11],充分考虑中国作为投资企业母国的制度情境特殊性,同时关注了制度距离方向与中国不同的东道国样本,得到的结论将更加清晰全面。

表2 描述性统计与相关系数表

变量	Mean	St. D	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14
1进入模式	0.72	0.45	1													
2增长率	0.03	0.04	-0.003	1												
3劳动力	17.20	1.51	-0.003	-0.169*	1											
4专利申请	9.40	3.29	0.010	-0.209*	0.588*	1										
5自然资源	0.06	0.09	-0.018	0.027	-0.064*	-0.008	1									
6经济风险	37.59	4.31	0.011	0.175*	-0.338*	0.152*	-0.075*	1								
7制造业	0.75	0.44	0.084*	-0.015	0.216*	0.176*	-0.012	-0.069*	1							
8企业规模	22.52	1.33	-0.057	0.064*	-0.062*	-0.138*	0.089*	-0.045	-0.143*	1						
9资源冗余	3.22	11.08	-0.010	0.027	-0.023	0.035	-0.014	0.039	0.028	-0.089*	1					
10国有股权	0.20	0.23	-0.063*	-0.027	-0.083*	-0.188*	0.107*	-0.054	-0.354*	0.476*	-0.118*	1				
11非正式制度距离	13.70	4.55	-0.044	-0.071*	0.470*	0.277*	-0.111*	-0.370*	0.072*	-0.034	-0.019	-0.082*	1			
12正式制度距离	1.41	0.73	0.058	-0.210*	-0.228*	0.398*	0.007	0.471*	-0.045	-0.135*	0.100*	-0.078*	-0.048	1		
13东道国经验	0.71	2.19	-0.066*	0.082*	-0.126*	0.052	-0.068*	0.142*	-0.152*	0.057	-0.038	0.042	-0.035	0.162*	1	
14正式制度距离方向	0.11	0.31	0.003	0.116*	-0.069*	-0.462*	-0.124*	-0.307*	-0.065*	0.097*	-0.046	0.127*	-0.052	-0.467*	-0.057	1

注：*表示在5%水平上显著相关。

表 3 回归系数表

变量	(1)	(2)	(3)	(4)
增长率	-0.227 (2.053)	1.393 (2.153)	1.964 (2.271)	1.597 (2.153)
劳动力	-0.035 1 (0.093 2)	0.101 (0.108)	0.208* (0.118)	0.070 7 (0.104)
专利申请	-0.000 445 (0.042 6)	-0.046 2 (0.052 6)	-0.118* (0.069 1)	-0.036 9 (0.051 1)
自然资源	-0.301 (0.922)	-0.512 (0.937)	-0.486 (0.943)	-0.629 (0.934)
经济风险	0.002 81 (0.025 8)	-0.023 4 (0.027 0)	-0.030 3 (0.027 7)	-0.017 8 (0.026 9)
制造业	0.377 (0.252)	0.374 (0.253)	0.313 (0.256)	0.298 (0.241)
企业规模	-0.061 3 (0.094 3)	-0.044 4 (0.093 1)	-0.054 1 (0.091 1)	-0.057 7 (0.093 0)
资源冗余	-0.003 63 (0.002 89)	-0.005 38* (0.002 95)	-0.005 84* (0.003 01)	-0.006 13** (0.003 01)
国有股权	-0.198 (0.575)	-0.286 (0.564)	-0.204 (0.565)	-0.264 (0.564)
非正式制度距离		-0.039 3* (0.022 3)	-0.038 2* (0.022 8)	-0.033 6 (0.021 9)
正式制度距离		0.377* (0.192)	0.644*** (0.226)	0.361* (0.193)
正式制度距离方向			-2.478* (1.402)	
正式制度距离×正式制度距离方向			-2.636** (1.344)	
东道国经验				-0.019 9 (0.044 9)
非正式制度距离×东道国经验				0.025 5* (0.013 3)
_cons	0.669*** (0.209)	0.681*** (0.210)	0.724*** (0.217)	0.754*** (0.195)
n	772	772	772	772
Log likelihood	-454.62	-451.05	-446.86	-447.62
Chi ²	7.57	15.94	23.51	24.03

注：括号内为标准误；*、**、*** 分别表示在 10%、5%、1%水平上显著。

本文的假设 3 提出企业的东道国经验将会负向影响非正式制度距离对合资模式的作用。模型 2 显示非正式制度距离的回归系数为负,代表非正式制度距离与合资模式存在正向关系;而模型 4 显示非正式制度距离与东道国经验的交互项系数显著为正($\beta=0.0255, p<0.1$),这表明企业的东道国经验减弱了非正式制度距离与合资模式的正向关系(参见图 2),则假设 3 也得到了支持。这一结果与前人研究一致^[4],充分说明了具有丰富的东道国经验的企业更加了解当地企业的运营模式、当地文化以及沟通方式,有利于新公司获得合法性,减弱企业对东道国合作伙伴的需求。

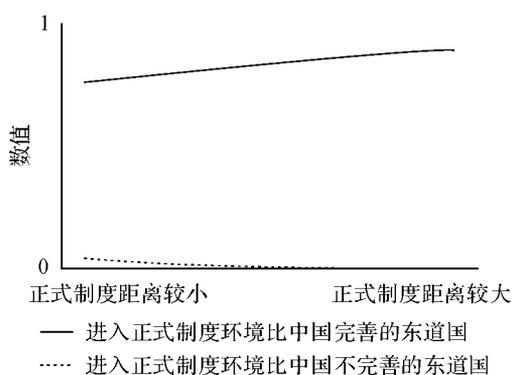


图 1 正式制度距离方向调节效应

示意图(独资模式=1)

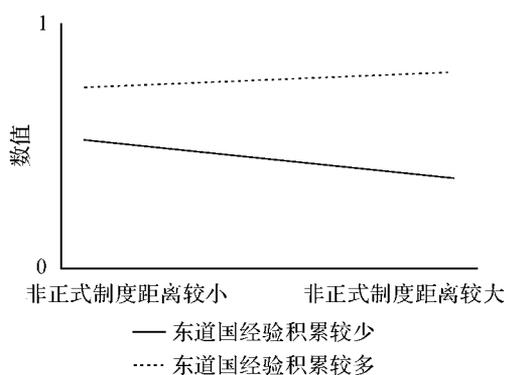


图 2 东道国经验调节效应示意图

(独资模式=1)

五、结论与建议

新兴经济体大多处于转型时期,制度环境相对来说还不够完善,中国在海外投资中将会面临非常大的制度差距。因此,探讨制度差距对中国企业的国际化战略决策影响具有重要的现实意义。本文整合制度理论和交易成本理论,以中国 A 股上市公司在 2008 至 2012 年间所进行的海外投资事件为样本,分析了正式制度距离和非正式制度距离分别对企业海外市场所有权进入模式选择的影响。通过实证检验,我们发现:(1)正式制度距离与非正式制度距离通过不同的机制影响企业的海外进入模式:由于正式制度环境与非正式制度环境中内含信息与知识的特征不同,企业的战略选择也不同,正式制度距离越大,企业越可能选择独资的进入模式;反之,企业越可能选择合资的进入模式。(2)制度距离方向对正式制度距离与独资模式的关系产生调节作用,即企业在比自身所处制度环境更完善的国家投资时,正式制度距离与独资进入模式的关系将会增强。(3)东道国经验负向调节非正式制度距离与合资模式的关系,即当企业积累丰富的东道国经验时,非正式制度距离与合资模式的正向关系被削弱。

本文通过整合制度理论与交易成本理论,探讨了不同类型的制度距离对海外进入模式的相反作用机制,过去一些研究将制度距离视为合法性的威胁和风险,而本文认为这取决于制度距离的类型,不同类型的制度距离具有不同的作用机制,这扩展了过去对制度距离的模糊认识。本文同时引入制度距离方向,不仅填补了过去研究缺乏对制度距离内涵的深入解构,还改善了制度距离研究的非对称性问题,更为系统全面地探索制度距离与进入模式的关系。基于此,本文对企业及政府提出如下建议:

(1)企业需要充分了解东道国的制度环境,可以通过中介服务机构以及国内的合作伙伴获取丰富的东道国知识,了解东道国基本情况并注意遵从当地法律法规以提升自身的海外经营合法性,为

海外投资的成功奠定基础。相应地,政府也应当有针对性地扶持服务于“走出去”的中介机构的发展,帮助中国企业在投资前进行尽职调查与风险评估,定期跟进中国企业投资后海外经营情况,及时响应企业对相关信息与资讯的需求。

(2)企业要区别对待不同的制度环境。随着当前“一带一路”倡议的推进,中国企业海外投资的东道国范围越来越广,尤其在“一带一路”沿线国家中,制度环境差异性很大,不同东道国的制度环境与母国制度环境的具体差异也越来越需要被重视。基于本文的研究结论,当企业在相较母国制度环境更不完善的国家投资时,可采取合资进入模式来降低海外投资决策的风险;反之,企业可以采取独资进入模式,并注意与东道国的监管机构建立良好的关系,充分发挥在母国环境中获得的经验并获取最大收益。政府也需要持续推进与完善境内企业海外投资的法律法规,保护出海企业的合法权益;对外开展积极外交,与各国建立良好的双边投资关系,帮助企业降低风险,增强企业海外投资的信心。

(3)企业需要重视积累国际化的经验,积极融入当地文化环境。企业在东道国积累投资经验能够帮助提升自身的合法性,深入了解东道国非正式的文化环境,从而增强企业抗风险的能力。因此,为了避免决策失误带来的巨大损失,企业依然需要加强自身国际化经验的累积,不要忽略自身能力的培养而盲目投资。政府也可以尝试加大政策力度,吸引或培养一批具有海外背景的高素质经营管理人才加入“走出去”企业,提高企业对当地法律法规、文化等制度安排的熟悉度,有助于弥补企业自身海外经验的欠缺。

[参 考 文 献]

- [1] 周建、肖淑玉、方刚:《东道国制度环境对我国外向 FDI 的影响分析》,《经济与管理研究》2010 年第 7 期,第 86-93 页。[Zhou Jian, Xiao Shuyu & Fang Gang, "Impact of Institutional Environments in Host Countries on the Outward FDI of China: Mediating Effect of Macro Economy of Host Country," *Research on Economics and Management*, No. 7(2010), pp. 86-93.]
- [2] 周经、张利敏:《制度距离、强效制度环境与中国跨国企业对外投资模式选择》,《国际贸易问题》2014 年第 11 期,第 99-108 页。[Zhou Jing & Zhang Limin, "Institutional Distance, Powerful Institutional Environment and OFDI Mode Selection of China's Multinational Enterprises," *Journal of International Trade*, No. 11(2014), pp. 99-108.]
- [3] D. Xu & O. Shenkar, "Note: Institutional Distance and the Multinational Enterprise," *Academy of Management Review*, Vol. 27, No. 4(2002), pp. 608-618.
- [4] A. S. Gaur & J. W. Lu, "Ownership Strategies and Survival of Foreign Subsidiaries: Impacts of Institutional Distance and Experience," *Journal of Management*, Vol. 33, No. 1(2007), pp. 84-110.
- [5] D. Xu, Y. Pan & P. W. Beamish, "The Effect of Regulative and Normative Distances on MNE Ownership and Expatriate Strategies," *Management International Review*, Vol. 44, No. 3(2004), pp. 285-307.
- [6] 陈怀超、范建红:《制度距离,中国跨国公司进入战略与国际化绩效:基于组织合法性视角》,《南开经济研究》2014 年第 2 期,第 99-117 页。[Chen Huaichao & Fan Jianhong, "The Institutional Distance, Entry Strategy and International Performance of Chinese Multinational Company: Based on the Perspective of Organizational Legitimacy," *Nankai Economic Studies*, No. 2(2014), pp. 99-117.]
- [7] S. Estrin, D. Baghdasaryan & K. E. Meyer, "The Impact of Institutional and Human Resource Distance on International Entry Strategies," *Journal of Management Studies*, Vol. 46, No. 7(2009), pp. 1171-1196.
- [8] H. Wang & J. L. Schaan, "How Much Distance Do We Need? Revisiting the 'National Cultural Distance Paradox'," *Management International Review*, Vol. 48, No. 3(2008), pp. 263-278.

- [9] D. C. North, *Institutions, Institutional Change, and Economic Performance*, Cambridge: Cambridge University Press, 1990.
- [10] R. Drogendijk & U. Holm, "Cultural Distance or Cultural Positions? Analysing the Effect of Culture on the HQ-subsidiary Relationship," *International Business Review*, Vol. 21, No. 3(2012), pp. 383 - 396.
- [11] V. Hernández & M. J. Nieto, "The Effect of the Magnitude and Direction of Institutional Distance on the Choice of International Entry Modes," *Journal of World Business*, Vol. 50, No. 1(2015), pp. 122 - 132.
- [12] 林润辉、徐业坤、范建红等:《跨国公司进入的股权治理模式选择——一个理论分析模型》,《公司治理评论》2012年第4期,第1-32页。[Lin Runhui, Xu Yekun & Fan Jianhong et al., "Equity Governance and Entry Mode of Multinational Corporations: A Theoretical Framework," *Review of Corporate Governance*, No. 4(2012), pp. 1 - 32.]
- [13] T. Kostova, "Transnational Transfer of Strategic Organizational Practices: A Contextual Perspective," *Academy of Management Review*, Vol. 24, No. 2(1999), pp. 308 - 324.
- [14] W. R. Scott, *Institutions and Organizations: Ideas, Interests and Identities*, Thousand Oaks, CA: Sage Publications, 1995.
- [15] S. Estrin, D. Ionascu & K. E. Meyer, "Formal and Informal Institutional Distance, and International Entry Strategies," https://www.researchgate.net/profile/Saul_Estrin/publication/228176803_Formal_and_Informal_Institutional_Distance_and_International_Entry_Strategies/links/00b4951f6cff1a62a8000000.pdf, 2016 - 03 - 17.
- [16] J. H. Dunning & S. M. Lundan, "Institutions and the OLI Paradigm of the Multinational Enterprise," *Asia Pacific Journal of Management*, Vol. 25, No. 4(2008), pp. 573 - 593.
- [17] A. Arslan & J. Larimo, "Greenfield Investments or Acquisitions: Impacts of Institutional Distance on Establishment Mode Choice of Multinational Enterprises in Emerging Economies," *Journal of Global Marketing*, Vol. 24, No. 4(2011), pp. 345 - 356.
- [18] T. Kostova & K. Roth, "Adoption of an Organizational Practice by Subsidiaries of Multinational Corporations: Institutional and Relational Effects," *Academy of Management Journal*, Vol. 45, No. 1(2002), pp. 215 - 233.
- [19] P. J. DiMaggio & W. W. Powell, "The Iron Cage Revisited: Institutional Isomorphism and Collective Rationality in Organizational Fields," *American Sociological Review*, Vol. 48, No. 2(1983), pp. 147 - 160.
- [20] S. Makino, C. M. Lau & R. S. Yeh, "Asset-exploitation versus Asset-seeking: Implications for Location Choice of Foreign Direct Investment from Newly Industrialized Economies," *Journal of International Business Studies*, Vol. 33, No. 3(2002), pp. 403 - 421.
- [21] L. Eden & S. R. Miller, "Distance Matters: Liability of Foreignness, Institutional Distance and Ownership Strategy," *Advances in International Management*, Vol. 16(2004), pp. 187 - 221.
- [22] S. Makino & A. Delios, "Local Knowledge Transfer and Performance: Implications for Alliance Formation in Asia," *Journal of International Business Studies*, Vol. 27, No. 5(1996), pp. 905 - 927.
- [23] J. W. Lu & D. Xu, "Growth and Survival of International Joint Ventures: An External-internal Legitimacy Perspective," *Journal of Management*, Vol. 32, No. 3(2006), pp. 426 - 448.
- [24] R. Salomon & Z. Wu, "Institutional Distance and Local Isomorphism Strategy," *Journal of International Business Studies*, Vol. 43, No. 4(2012), pp. 343 - 367.
- [25] T. Kostova & S. Zaheer, "Organizational Legitimacy under Conditions of Complexity: The Case of the Multinational Enterprise," *Academy of Management Review*, Vol. 24, No. 1(1999), pp. 64 - 81.
- [26] A. Cuervo-Cazurra & M. Genc, "Transforming Disadvantages into Advantages: Developing-country MNEs in the Least Developed Countries," *Journal of International Business Studies*, Vol. 39, No. 6(2008), pp. 957 - 979.
- [27] 李康宏、林润辉、董坤祥:《管制、规范、认知制度距离与跨国公司海外进入模式关系研究——基于制度逆差背景下中国跨国公司的实证研究》,《现代管理科学》2015年第12期,第24-26页。[Li Kanghong, Lin Runhui & Dong Kunxiang, "A Study on the Relationship between Regulatory, Regulatory, Cognitive Institutional Distance and Overseas Entry Mode of Multinational Corporations," *Modern Management Science*, No. 12(2015), pp. 24 - 26.]

- [28] 林润辉、宋涇溧、李康宏等:《多元化战略下制度距离与股权进入模式选择的关系研究》,《预测》2015年第4期,第1-7页。[Lin Runhui, Song Jingli & Li Kanghong et al., "Study on the Relationship between the Institutional Distance and Equity Entry Mode Choice under the Diversification Strategy," *Forecasting*, No. 4(2015), pp. 1-7.]
- [29] S. Michailova & S. H. Ang, "Institutional Explanations of Cross-border Alliance Modes: The Case of Emerging Economies Firms," *Management International Review*, Vol. 48, No. 5(2008), pp. 551-576.
- [30] A. H. Slangen & R. J. Van Tulder, "Cultural Distance, Political Risk, or Governance Quality? Towards a More Accurate Conceptualization and Measurement of External Uncertainty in Foreign Entry Mode Research," *International Business Review*, Vol. 18, No. 3(2009), pp. 276-291.
- [31] P. J. Buckley, L. J. Clegg & A. R. Cross et al., "The Determinants of Chinese Outward Foreign Direct Investment," *Journal of International Business Studies*, Vol. 38, No. 4(2007), pp. 499-518.
- [32] R. Coeurderoy & G. Murray, "Regulatory Environments and the Location Decision: Evidence from the Early Foreign Market Entries of New-technology-based Firms," *Journal of International Business Studies*, Vol. 39, No. 4(2008), pp. 670-687.
- [33] D. Yiu & S. Makino, "The Choice between Joint Venture and Wholly Owned Subsidiary: An Institutional Perspective," *Organization Science*, Vol. 13, No. 6(2002), pp. 667-683.
- [34] C. Schwens, J. Eiche & R. Kabst, "The Moderating Impact of Informal Institutional Distance and Formal Institutional Risk on SME Entry Mode Choice," *Journal of Management Studies*, Vol. 48, No. 2(2011), pp. 330-351.
- [35] 薛求知、韩冰洁:《东道国腐败对跨国公司进入模式的影响研究》,《经济研究》2008年第4期,第88-98页。[Xue Qiuzhi & Han Bingjie, "The Impact of Corruption in Host Country on Multinational's Entry Mode," *Economic Research Journal*, No. 4(2008), pp. 88-98]
- [36] A. Arslan & D. Dikova, "Influences of Institutional Distance and MNEs' Host Country Experience on the Ownership Strategy in Cross-border M&As in Emerging Economies," *Journal of Transnational Management*, Vol. 20, No. 4(2015), pp. 231-256.
- [37] I. Björkman, G. K. Stahl & E. Vaara, "Cultural Differences and Capability Transfer in Cross-border Acquisitions: The Mediating Roles of Capability Complementarity, Absorptive Capacity, and Social Integration," *Journal of International Business Studies*, Vol. 38, No. 4(2007), pp. 658-672.
- [38] J. Johanson & J. E. Vahlne, "The Internationalization Process of the Firm a Model of Knowledge Development and Increasing Foreign Market Commitments," *Journal of International Business Studies*, Vol. 8, No. 1(1977), pp. 23-32.
- [39] H. Berry, M. F. Guillén & N. Zhou, "An Institutional Approach to Cross-national Distance," *Journal of International Business Studies*, Vol. 41, No. 9(2010), pp. 1460-1480.
- [40] L. Cui & F. Jiang, "State Ownership Effect on Firms' FDI Ownership Decisions under Institutional Pressure: A Study of Chinese Outward-investing Firms," *Journal of International Business Studies*, Vol. 43, No. 3(2012), pp. 264-284.
- [41] S. Makino & K. E. Neupert, "National Culture, Transaction Costs, and the Choice between Joint Venture and Wholly Owned Subsidiary," *Journal of International Business Studies*, Vol. 31, No. 4(2000), pp. 705-713.
- [42] M. Demirbag, K. W. Glaister & E. Tatoglu, "Institutional and Transaction Cost Influences on MNEs' Ownership Strategies of Their Affiliates: Evidence from an Emerging Market," *Journal of World Business*, Vol. 42, No. 4(2007), pp. 418-434.
- [43] M. Demirbag, E. Tatoglu & K. W. Glaister, "Equity-based Entry Modes of Emerging Country Multinationals: Lessons from Turkey," *Journal of World Business*, Vol. 44, No. 4(2009), pp. 445-462.
- [44] D. Dikova & A. V. Witteloostuijn, "Cross-border Acquisition Abandonment and Completion: The Effect of Institutional Differences and Organizational Learning in the International Business Service Industry, 1981-2001," *Journal of International Business Studies*, Vol. 41, No. 2(2010), pp. 223-245.

- [45] S. Ronen & O. Shenkar, "Clustering Countries on Attitudinal Dimensions: A Review and Synthesis," *Academy of Management Review*, Vol. 10, No. 3(1985), pp. 435 - 454.
- [46] H. Gatignon & E. Anderson, "The Multinational Corporation's Degree of Control over Foreign Subsidiaries: An Empirical Test of a Transaction Cost Explanation," *Journal of Law, Economics & Organization*, Vol. 4, No. 2(1988), pp. 305 - 336.
- [47] R. J. House, P. J. Hanges & M. Javidan et al., *Culture, Leadership, and Organizations: The GLOBE Study of 62 Societies*, Thousand Oaks, CA: Sage Publications, 2004.
- [48] 陈怀超、范建红、牛冲槐:《基于制度距离的中国跨国公司进入战略选择:合资还是独资》,《管理评论》2013年第12期,第98-111页。[Chen Huaichao, Fan Jianhong & Niu Chonghuai, "The Entry Strategy Selection of Chinese Multinational Company Based on the Institutional Distance: Joint Venture or Wholly Owned Subsidiary?" *Management Review*, No. 12(2013), pp. 98 - 111.]

The Effects of Formal and Informal Institutional Distance on the Choice of Foreign Entry Modes: Experience from Chinese Multinationals

Wu Xiaobo Li Jing Li Wen Sui Yihong

(School of Management, Zhejiang University, Hangzhou 310058, China)

Abstract: Chinese firms are achieving great competitive advantage in global market by undertaking a series of outward foreign investments and exporting reliable products throughout the world. As a result, several prominent firms come under global spotlight. Although Chinese firms are trying to make the best of global market potentials, the institutional differences between foreign markets and domestic markets would cause uncertainties and risks, leading challenges to them when choosing appropriate international strategy, such as making decision in foreign market entry mode, establishment mode, and investment flow. However, due to different theoretical lens, context dissimilarity as well as the selective emphases of analysis in prior literature, there still exist mixed findings concerning the effects of institutional distance on entry mode choice.

In order to address the impact of institutional distance on the choice of foreign entry mode, this paper used 772 foreign investment projects during the period from 2008 to 2012, which were undertaken by 280 Chinese listed firms. The data was obtained and refined from MOFCOM (Ministry of Commerce). After compiling the firm-level data from CSMAR (China Stock Market & Accounting Research Database) and country-level data from World Bank, ICRG (International Country Risk Guide), etc., we employed the logistic regression to examine the role of formal and informal institutional distance. The empirical findings show: (1) the larger the magnitude of formal institutional distance between home and host country, the more likelihood firm establishes wholly-owned subsidiary(WOS); however, the larger the magnitude of informal institutional distance, the more likelihood firm chooses to establish joint venture(JV) with local partners. (2) When Chinese firms choose a host country with better institutional environment, the positive relationship between formal institutional distance and the choice of WOS will be enhanced. (3) When parent firm accumulates certain host country experience, the positive relationship between informal institutional distance and the choice of JV will be weakened.

Based on above empirical results, this paper provides rich insights to prior literature. Firstly, we integrate the institution theory and transaction cost theory, delimitate different

characteristics as well as the influencing mechanisms of formal and informal institutional distance on foreign entry mode choice, which offers solution to past inconsistent results. Secondly, we introduce the direction of formal institutional distance along with the magnitude dimension, and pay attention to the asymmetric institutional situations of host countries based on China as a reference point, which offers a better understanding of how institutional distance influence entry mode. In addition, we also consider the role of host country experience in the relationship between informal institutional distance and entry mode, and emphasize the significance of firm capabilities which could be learned and accumulated through past foreign operations.

Key words: foreign entry mode; formal institutional distance; informal institutional distance; direction of formal institutional distance; host country experience



浙江大学金融研究院成功举办 2017 金融学国际研讨会

2017年6月16日至18日,由浙江大学金融研究院(Academy of Financial Research, AFR)和浙江省金融研究院联合主办的“2017 金融学国际研讨会”(2017 AFR Summer Institute of Economics and Finance)在杭州顺利召开。会议以“金融市场摩擦与资产收益、金融市场摩擦与宏观经济”为议题,来自美国、德国、新西兰等国的金融学和宏观经济学领域知名专家学者与中国学者共聚一堂、深入研讨。此次会议还特别邀请密歇根大学 John Leahy 教授作为主讲嘉宾并做专题演讲。此外,亚特兰大联邦储备银行查涛教授、美国波士顿大学苗建军教授、美国弗吉尼亚大学 E. R. Young 教授、香港科技大学王鹏飞教授、德国康士坦茨大学 Leo Kaas 教授、香港中文大学宋铮教授、北京大学王勇教授、上海交通大学钱军教授以及 AFR 研究员邬介然、许奇等作为演讲嘉宾参加会议。

6月17日上午的主题演讲环节,主讲嘉宾密歇根大学教授 John Leahy 以“Wishful Thinking”为主题进行了精彩的演讲,他建立了一个从信仰中获得效用的模型,并就这种模型对选择行为和经济波动的影响进行了研究。在场嘉宾针对相关理论和研究方法提出许多问题与建议,讨论十分热烈,观点颇具前瞻性。6月17日下午及18日上午,与会专家学者就宏观金融领域的相关议题展开深入讨论,并与参会师生进行了广泛交流。其中,邬介然研究员做了主题为“Macro-financial Volatility under Dispersed Information”的演讲,深入探讨了资产定价模型;许奇做了主题为“Economic Policy Uncertainty and the Cross-section of Currency Risk Premia”的演讲,探讨了全球经济政策不确定性对货币风险溢价的影响。6月18日下午,杨柳勇副院长带领会议演讲嘉宾和特邀嘉宾一行赴蚂蚁金服调研并进行深入交流。

本次研讨会是 AFR 连续举办的第六届金融学国际研讨会,至今已邀请过诺贝尔经济学奖获得者 Lars Hansen 教授、芝加哥大学 Harald Uhlig 教授、美国西北大学 Larry Christiano 教授、南加州大学 Vincenzo Quadrini 教授、普林斯顿大学 Yuliy Sannikov 教授、纽约大学 Jess Benhabib 教授、密歇根大学 John Leahy 教授等国际知名专家学者到会发表主题演讲。该会议已在国内外形成很大的反响和影响力,AFR 将继续努力邀请更多国际著名经济金融专家学者参会,使浙江大学金融学国际研讨会在知名品牌高端学术会议的道路上更进一步。