



文化距离对汇率风险的跨国影响研究

张 艾 莲 刘 柏

【摘要】影响经济行为的深层原因之一是文化因素，不同文化驱使相异的经济行为，从而影响汇率市场走势。通过33个国家和地区之间的文化距离对汇率风险的影响检验说明，以男性主义维度刻画两国之间的文化距离对汇率风险具有正向影响，而且文化距离对发达和发展中国家的作用路径不同。以个体主义/集体主义和男性主义维度刻画的文化距离对发达国家和地区的汇率风险具有正向影响，以不确定性规避维度刻画的文化距离对发展中国家的汇率风险具有正向影响。此外，汇率风险具有不对称性，处于贸易中心的国家拥有更低的汇率风险。因此，推动进出口贸易是降低汇率风险的有效途径之一，并且在寻求各国和地区文化相同点和融合基础之上发扬和推动中国文化，激励官方和民间的文化和交流和沟通，缩短文化距离，都能够有效降低汇率风险。

【关键词】汇率风险系数；文化距离；因素结构；引力模型

【基金项目】国家社会科学基金项目（18BJY232）

【作者简介】张艾莲，经济学博士，吉林大学商学院教授，博士生导师（吉林 长春 130012）；刘柏，经济学博士，吉林大学商学院教授，博士生导师（吉林 长春 130012）。

【中图分类号】F127 **【文献标识码】**A **【文章编号】**1001-6198（2019）05-0138-08

一、引言

汇率稳定是对外开放广度和深度推进的有效保障，因此，如何降低风险、稳定汇率水平成为被关注的重点。应对汇率风险首要是认知影响汇率的因素，在研究汇率风险的影响因素中，购买力平价、利率平价等方面研究较多，也有以汇率波动作为影响因素的研究^{〔1〕}，但是鲜有文献涉及人对汇率风险的影响。人这一主体的行为会对经济活动的过程与结果产生深刻的影响，其思维和行

为方式都与本国文化特征密不可分，所以文化特征具有经济效应。^{〔2〕}韦伯是早期将文化和经济发展关联起来的学者，认为西欧的工业化追根溯源是文化原因。理性行为理论也指出，个人行为受行为意图影响，而行为意图又受到行为态度和主观规范影响。^{〔3〕}国外学者早已开始关注并研究文化差异和经济之间的关系。Porta等学者发现各国和地区之间拥有共同官方语言、法律渊源等因素会对跨境金融交易产生影响。^{〔4〕}Lucey和Zhang也认为，在控制传统引力变量的条件下，拥有相同

宗教根源和较小文化差距的国家之间拥有更紧密的股票市场联系。^[5]国内学者进一步研究了文化与经济增长之间存在的非线性和区制特征^[6],以及文化认同对中国出口贸易的影响。^[7]

经济往来离不开人的存在及参与,不同文化背景下人的道德观念和价值取向差异会造成相异的国家间贸易和投资等经济活动,进而影响外汇市场表现。可见,文化差异是影响汇率变动的重要因素之一,不同国家之间的文化差异体现为文化距离。学术界衡量各国文化特征的方法主要有Hofstede的四组文化维度^[8]和六组文化维度^[9]以及Schwartz^[10]的三组文化维度。相比另外两种衡量方法,Hofstede的四组文化维度在研究中应用更为广泛,主要是由于应用六组文化维度可能存在多重共线性问题。^[11]在国外研究中,已经证实了文化距离对出口商和进口商交易行为具有影响^[12],以及文化距离是双边贸易流动的决定因素之一。^[13]Siegel等研究了传统文化维度中平等意识差异对企业跨国并购的影响,发现平等意识差异显著影响跨国并购和股权交易流量。^[14]Nguyen和Truong基于Hofstede提出的个体主义/集体主义和不确定性规避文化角度,证实了文化差异是影响国际股票市场不均衡分配中的信息因素。^[15]国内学者也发现文化距离不仅对中国进出口贸易的影响程度存在差异^[16],而且对跨境股权投资的影响也是不同的。^[17]事实上,进出口贸易以及资本跨境流动的变化会导致汇率水平的上升和下降,但是现有研究还未涉及文化距离与汇率风险之间的关系。

因此,通过计算各国和地区之间文化维度刻画的文化距离,分析文化距离对双边汇率风险贝塔系数的影响效果和路径,甄别何种维度的文化距离对汇率风险的冲击更加显著,从而采取针对性措施增强风险防范,有助于外汇市场的风险防范和对外经济的稳定拓展。

二、模型选择和变量选取

(一) 因素模型

因素模型由Sharpe提出^[18],运用该模型研究风险的文献主要集中在股票风险方面^[19],鲜有文献将其引入汇率风险。在风险度量方面,股票市

场上广为认知的是采用贝塔系数体现证券系统性风险,事实上,在外汇市场上同样存在贝塔系数。^[20]汇率风险贝塔系数体现了一国外汇市场的特征和收益,是汇率风险的重要表现。^[21]Lustig和Richmond^[22]以线性因素模型为基础,度量出汇率风险贝塔系数,并将其引入引力模型研究文化距离对汇率风险的影响,表示为如下方程:

$$\Delta S_{i,j,t} = \alpha_{i,j} + \beta_{i,j}^{base} base_{i,t} + \varepsilon_{i,j,t} \quad (1)$$

$$base_{i,t} = \frac{1}{N-1} \sum_{k \neq j} \Delta S_{i,k,t} \quad (2)$$

其中, $\Delta S_{i,j,t}$ 表示在时间 t 时每单位货币 j 所对应的货币 i 的汇率,并对其进行对数差分,以保持序列的平稳性。 $base_{i,t}$ 表示以 i 国为基础货币,采用直接汇率标价法,将样本中除自身以外的所有国家的汇率波动相加并取平均数,带入方程(1),所估计出来的贝塔系数即为两国之间的汇率风险贝塔系数。^[23]

根据风险度量方法,采用方程(1)回归后得出的拟合优度 R^2 ,近似作为度量汇率波动的替代指标,方程(1)的 R^2 可以写作下列形式:

$$R_{i,j}^2 = \frac{(\widehat{\beta}_{i,j}^{base})^2 \sum_t (base_{i,t} - \overline{base}_i)^2}{\sum_t (\Delta S_{i,j,t} - \overline{\Delta S}_{i,j})^2} \quad (3)$$

在方程(3)中, $\widehat{\beta}_{i,j}^{base}$ 是根据样本估计的汇率风险贝塔系数,由于方程(1)中含有常数项,所以需要对方变量和因变量取离差,即 $(base_{i,t} - \overline{base}_i)$ 和 $(\Delta S_{i,j,t} - \overline{\Delta S}_{i,j})$ 由方程(3)可知,当汇率风险贝塔系数的平方越大时,所得到的 R^2 也越大,因此 R^2 近似刻画了汇率波动程度:

(二) 引力模型与变量选取

拓展的引力模型基本形式为。

$$Y_{i,j,t} = \alpha_0 + a_1 \ln dis_{i,j} + a_2 \ln GDP_{i,t} + a_3 \ln GDP_{j,t} + \gamma_k G_{i,j} + \varepsilon_{i,j,t} \quad (4)$$

$Y_{i,j,t}$ 为被解释变量, $\ln dis_{i,j}$ 为 i 、 j 两个地区之间地理距离的对数, $\ln GDP_{i,t}$ 为 i 国在 t 时的GDP对数, $\ln GDP_{j,t}$ 为 j 国在 t 时的GDP对数, $G_{i,j}$ 为 i 、 j 两国之间的引力变量。^①在基本形式中引入汇率风险贝塔系数和文化距离,即可得到下述模型:

^①由于各文献研究方向不同,对引力变量的列举有些微差别,故此处不详写各个引力变量。



$$\beta_{ij}^{base} = \alpha_0 + \alpha_1 \ln(1 + |pdi_{ij}|) + \alpha_2 \ln(1 + |idv_{ij}|) + \alpha_3 \ln(1 + |mas_{ij}|) + \alpha_4 \ln(1 + |uai_{ij}|) + \alpha_5 \ln dis_{ij} + \alpha_6 \ln dis_{ij} + \gamma_k G_{ij} + \varepsilon_{ij} \quad (5)$$

其中， α_k 、 γ_k 是待定系数， G_{ij} 是各引力变量， ε_{ij} 是残差项。因变量为汇率风险贝塔系数，即为方程(1)中的 β_{ij}^{base} ，解释变量为文化距离。样本区间为1995—2017年。

在上述方程中，运用方程(1)和(2)拓展后的因素模型求出汇率风险贝塔系数 β_{ij}^{base} ，表示在样本期内两国之间的汇率风险。外汇数据来源于Global Financial Data。

本文选取Hofstede的四组文化维度作为文化的衡量指标，并基于此计算文化距离，四个维度包括权力距离(*pdi*)、个体主义/集体主义(*idv*)、男性主义(*mas*)、不确定性规避(*uai*)。其中，权力距离表示不同国家权力分配存在的差异，该维度衡量各国所能接受的权力分配不平等程度；个体主义/集体主义用来衡量不同国家文化更倾向于个人利益最大化还是集体利益最大化；男性主义主要衡量不同国家文化在追求物质成功的态度差异；不确定性规避主要衡量不同国家文化对社会存在不确定性的厌恶程度，该维度数值越大说明该国文化越倾向于风险厌恶。依据Kenneth等^[24]的作法，对两国之间的同类文化维度做差分然后取绝对值，表示国家之间在该维度上的文化距离。由于结果存在为零或者负数的可能，故将文化距离定义为 $\ln(1 + |cultural\ difference_{ij}|)$ ，该数据来源于Hofstede研究数据库。

控制变量一共有7个：(1)地理距离，即国与

国之间的直线距离，以各国首都之间的飞行距离为衡量标准，并对其取对数，数据来源于CEPII数据库；(2)GDP差异，选取33个国家的GDP数据，将样本期内GDP按照国别加总并取其平均值，然后对GDP均值两两相减得到 GDP_{ij} ，再取 GDP_{ij} 绝对值进行对数化，即 $\ln|GDP_{ij}|$ ，该数据来源于世界银行；(3)是否拥有共同官方语言(*comlang_off*)，如果两个国家拥有共同官方语言取值为1，否则为0，数据来源于CEPII数据库；(4)是否拥有共同法律渊源(*comleg*)，如果两个国家拥有共同的法律渊源取值为1，否则为0，数据来源于LLSV研究主页及其相应文章；^[25](5)是否拥有共同边境(*contig*)，如果两个国家拥有共同边境取值为1，否则为0，数据来源于CEPII数据库；(6)是否拥有殖民联系(*colony*)，如果两个国家之间有殖民联系取值为1，否则为0，数据来源于CEPII数据库；(7)资源相似性，建立资源矢量矩阵，如果i国拥有该资源设为1，否则为0，两个国家之间的资源相似性是两国资源矢量矩阵的余弦相似性。数据来源于CIA World Fact Book。

三、数据分析与实证研究

(一) 风险度量与描述性分析

汇率风险的研究对象主要包括33个国家和地区，13个是发达国家和地区，20个是发展中国家。

表1分别列出了发达国家和地区、发展中国家的拟合优度 R^2 均值。因为每一个国家和地区的汇率水平不是单一的，因此以一国货币为基础货币，与其他国家和地区货币的汇率水平回归后的 R^2 也不是单一的，所以对不同 R^2 进行均值计算。中国

表1 发达国家和地区、发展中国家的 R^2 平均值

发达国家和地区	R^2 Mean	发展中国家	R^2 Mean
欧元区国家	0.690	中国	0.231
日本	0.537	巴西	0.687
英国	0.609	智利	0.487
美国	0.196	哥伦比亚	0.559
澳大利亚	0.714	捷克	0.579
加拿大	0.301	匈牙利	0.621
丹麦	0.397	印度	0.258

续表

发达国家和地区	R^2 Mean	发展中国家	R^2 Mean
以色列	0.898	印度尼西亚	0.666
新西兰	0.703	伊朗	0.899
挪威	0.433	马来西亚	0.355
新加坡	0.112	毛里求斯	0.377
瑞典	0.447	巴基斯坦	0.335
瑞士	0.441	波兰	0.589
		泰国	0.442
		特里多	0.228
		哈萨克斯坦	0.373
		韩国	0.542
		科威特	0.151
		墨西哥	0.604
		南非	0.664
All Mean	0.548	All Mean	0.504

和美国作为全球贸易中心， R^2 均值较低，低于大多数国家，风险较低；而贸易外围国家的 R^2 均值较高，风险较高。其主要原因在于贸易中心国拥有较完善的外汇风险管理制度，所以贸易规模较大，信息获取速度和广度都远大于贸易外围国。若以0.5为分界点，大于0.5的为高汇率风险区，低于0.5的为低汇率风险区，则13个发达国家和地区中，7个处于低汇率风险区，6个处于高汇率风

险区；在20个发展中国家中，处于高和低汇率风险区的国家分别为10个。这说明，经济发展水平的不同不是衡量和影响汇率风险的唯一要素，发达国家和地区与发展中国家的汇率风险系数存在较大差异。

对上述经济变量进行描述性统计分析，结果如表2所示，样本总量为1048个，汇率风险贝塔系数的平均值接近1，标准差为0.432，最小值

表2 描述性统计

	样本数	极小值	极大值	均值	标准差
β^{base}	1048	-1.602	2.563	0.907	0.432
pdi	1048	0.000	1.964	1.317	0.380
idv	1048	0.000	1.898	1.332	0.412
mas	1048	0.000	1.959	1.205	0.409
uai	1048	0.000	1.944	1.295	0.398
dis	1048	2.499	4.296	3.826	0.352
GDP	1048	9.323	14.854	12.500	1.358
$contig$	1048	0.000	1.000	0.029	0.167
uai	1048	0.000	1.944	1.295	0.398



续表

	样本数	极小值	极大值	均值	标准差
<i>comlang_off</i>	1048	0.000	1.000	0.120	0.325
<i>colony</i>	1048	0.000	1.000	0.004	0.062
<i>con_law</i>	1048	0.000	1.000	0.256	0.436
<i>cos_sim</i>	1048	0.000	0.779	0.297	0.190

为-1.602，最大值为2.563，说明部分地区相对于中心国家而言汇率风险呈现反向变动。个体主义/集体主义和男性主义的文化差异性变化较大，虽然不确定性规避和权力距离文化差异明显，但是相比前两者变化较小。国家之间的地理距离均值为3.826，更偏向于最大值而非最小值，说明国家样本的选择地域范围较广，并非集中于特定范围内，从而避免了研究结果出现偏误。样本中有25.6%的国家之间有共同法律渊源，12%的国家之间有共同官方语言，2.9%的国家有共同边境，0.4%的国家之间有殖民联系。资源相似性均值为0.297，远小于最大值，说明各国之间的资源相似

性普遍较低，各国之间需要进行贸易投资以弥补各自的资源不足，这是对外经济的推动力之一，并由此引发了汇率风险。

(二) 回归分析

本文利用Stata13.0对方程(5)进行OLS回归，同时为了验证结果的稳定性，将方程(5)中的四类维度的文化距离依次引入方程进行回归，得到文化距离与汇率风险的回归结果如表3所示。表3中的(1) — (4)分别是仅包括单一维度的文化距离实证结果，(5)是引入所有维度的文化距离回归结果。其中，男性主义对汇率风险贝塔系数的影响显著为正，由此可见，男权强的国家更加

表3 实证分析结果

	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)
<i>constant</i>	0.317	0.313	0.216	0.352*	0.231
<i>pdi</i>	-0.001				0.013
<i>idv</i>		-0.021			-0.026
<i>mas</i>			0.062 *		0.063*
<i>uai</i>				-0.020	-0.021
<i>dis</i>	0.084	0.091 **	0.091 **	0.083**	0.098**
<i>GDP</i>	0.023 **	0.023 **	0.022 **	0.023 **	0.022**
<i>contig</i>	-0.204	-0.205 **	-0.189**	-0.205**	-0.186**
<i>comlang_off</i>	-0.113 **	-0.113 ***	-0.098**	-0.115 ***	-0.098**
<i>colony</i>	-0.056 ***	-0.051	-0.064	-0.057	-0.056
<i>con_law</i>	-0.035 **	-0.036	-0.026	-0.038	-0.031
<i>cos_sim</i>	0.051**	0.054	0.068	0.047	0.066
<i>number</i>	1048	1048	1048	1048	1048
<i>R²</i>	0.029	0.030	0.033	0.029	0.033
<i>Adj.R²</i>	0.023	0.024	0.026	0.023	0.025

注：表中的数据为自变量的回归系数，*、**、***代表变量P值的取值范围，分别表示系数在10%、5%和1%的水平下显著。

容易造成风险的传播和扩大。男性维度所代表的文化距离越远的国家之间无论是投资方式还是投资理念都更容易引发冲突，从而对汇率风险产生显著的正向影响。引力变量 *GDP* 影响显著为正，说明两国之间的 *GDP* 差异越大，两国之间的经济规模相距越远，彼此不相容性越大，进行贸易投资更容易造成汇率风险。*GDP* 差异对汇率风险的影响系数和男性主义对汇率风险的影响系数相比较，后者的影响程度远大于前者的影响程度，这进一步说明文化距离在汇率风险方面是一个不可忽视的影响因素，会扩大汇率风险。

除此以外，其他控制变量对汇率风险贝塔系数也产生了冲击。地理距离对汇率风险的影响在 5% 的显著性水平上具有正向作用，该结果与 Lustig 的研究一致。当两国之间的地理距离越近时，运输成本更低，信息流通速度更快，合作交易更为频繁，贸易流通量更大，两国之间经济的高度融合使得汇率风险降低。是否有共同边境对汇率风险有显著的负向影响，该结论强化了地理距离和汇率风险之间的关系，即当两国存在共同边境时，会使得汇率风险贝塔系数下降。在其他文化差异变量中，是否有共同官方语言在 5% 的显著水平上与汇率风险显著负向相关，各国存在共

同官方语言会降低汇率风险，该结论同样体现了文化对汇率风险影响的关键作用。

(三) 进一步分析

1. 发达国家和发展中国家的分组检验

为了进一步刻画文化距离分别对发达和发展中国家的汇率风险影响的差异，将样本分组并进行 OLS 回归，同时为了回归结果稳定性，将样本中四组维度的文化距离依次引入回归，分别得到发达和发展中国家和地区两组回归结果，如表 4 所示。(1) — (4) 分别是仅包括单一维度的文化距离实证结果，(5) 是引入所有维度的文化距离回归结果，其中 *Dev* 代表发达国家和地区，*Eme* 代表发展中国家和地区。由表中可知，在发达国家和地区中，个体主义 / 集体主义差异和男性主义差异对汇率风险贝塔系数的影响显著为正，即个体主义 / 集体主义维度和男性主义差异越大的国家和地区间易引发更大的汇率风险。而在发展中国家和地区中，不确定性规避差异对汇率风险贝塔系数的影响显著为正，不确定性规避差异越大说明不同国家对风险的认知程度和承受能力区别越明显，贸易和投资的未来收益不确定性导致双方交易不稳定，从而引发更大的汇率风险。分组结果进一步说明了文化距离对汇率风险具有不可

表 4 分组回归结果

	(1)		(2)		(3)		(4)		(5)	
	<i>Dev</i>	<i>Eme</i>	<i>Dev</i>	<i>Eme</i>	<i>Dev</i>	<i>Eme</i>	<i>Dev</i>	<i>Eme</i>	<i>Dev</i>	<i>Eme</i>
<i>constant</i>	-0.496	1.192***	-0.397	1.192***	-0.617	1.145***	-0.303	1.102	-0.386	1.013***
<i>pdi</i>	0.039	0.020							-0.015	-0.008
<i>idv</i>			0.131**	0.038					0.158**	0.044
<i>mas</i>						0.046			0.121*	0.043
<i>uai</i>					0.115*		-0.068	0.089*	-0.090	0.094*
<i>control</i>	yes	yes	yes	yes	yes	yes	yes	yes	yes	yes
<i>number</i>	448	608	448	608	448	608	448	608	448	608
<i>R</i> ²	0.034	0.034	0.043	0.035	0.040	0.035	0.029	0.039	0.056	0.042
<i>Adj.R</i> ²	0.015	0.021	0.025	.022	0.021	0.022	0.023	0.026	0.030	0.024

注：表中的数据为各自变量的回归系数，*、**、***代表变量 P 值的取值范围，分别表示系数在 10%、5% 和 1% 的水平下显著。



忽视的影响作用。

2. 贸易规模和汇率风险的实证检验

由描述性统计表1可知,贸易中心国风险较低,而贸易外围国家风险较高。采用表1的数据,将 R^2 作为被解释变量进行OLS回归,解释变量为该国是否处于全球贸易中心,如果是则为1,否则

为0。^①OLS回归结果如表5所示。

从表5可以看到,是否处于贸易中心和 R^2 显著负相关,说明贸易中心国的 R^2 均值较低,风险较低;而贸易外围国家的 R^2 均值较高,风险较高。主要是因为贸易中心国拥有较大的贸易规模与外汇市场的稳定息息相关,剧烈的汇率起伏不利于

表5 贸易额度和汇率风险回归结果

	R^2
Constant	0.610***
Cen_Trade	-0.223***
Obs	33
Adj_ R^2	0.29

注:表中的数据为各自变量的回归系数,*、**、***代表变量P值的取值范围,分别表示系数在10%、5%和1%的水平下显著。

对外交易,必然导致贸易规模的萎缩。

四、结论与建议

在经济全球化的今天,国家和地区之间的交易愈加开放和频繁,而跨国交易无法避免汇率波动所带来的风险。市场力量是市场参与者的合力表现,参与者的行为主导思想是价格变化的推动力量之一。经济研究的文化回归同样适用于汇率风险研究,影响汇率波动不仅仅涉及到单一因素,而是国际市场上各种因素的综合作用。以此为导向,本文主要得出以下结论。第一,文化距离是影响汇率风险的重要因素,以男性主义为维度的文化距离对汇率风险产生正向影响。当两国或地区对男权主义认知不同,则难以达成共同的目标,引致双方在利益实现中产生认知障碍和信息摩擦,导致投资风险和汇率风险增加。第二,文化距离对发达和发展中国家的汇率风险影响的作用路径不同。对于发达国家和地区来说,个体主义/集体主义和男性主义维度都对汇率风险产生正向影响;而对发展中国家和地区来说,不确定性规避对汇率风险产生正向影响。第三,汇率风险

存在不对称性。越是全球贸易中心国所面临的汇率风险越低,越处于贸易边缘的国家汇率风险越高。第四,地理距离对汇率风险具有正向影响,而共同官方语言和共同边境对汇率风险具有负向影响。

基于上述变量的分析结果,为了有效保障汇率稳定,推动我国对外经济的发展,提出三点建议。第一,在短期内应重点发展与中国文化差异较小的经济体之间的经济往来,长期在全球范围内,寻求各国文化相同点和融合的基础上发扬和推广中国文化,激励官方和民间的文化和交流沟通,缩短文化距离,从而降低汇率风险。第二,在选择贸易投资对象时,需关注贸易国的不确定性规避维度,避免差异过大引致汇率风险。第三,针对国际市场需要,培育适应国际竞争的市场主体,并给予进出口业务服务等便利条件,突破国际贸易保护壁垒,加强国际贸易往来。第四,持续稳定发展与周边国家之间的经济活动,以距离为突破口减少汇率带来的风险。另一方面,在掌握国际官方语言基础上,推广和使用汉语,增强共同语言的使用,以有效规避风险。

^①具体分类以WTO每年公布的各国贸易量为基础,由于样本期为1995—2017年,故将1995—2017年贸易排名前16(共研究33个国家,因此取中位数)的国家记为1,代表贸易中心国家,否则记为0。

〔参考文献〕

〔1〕纱文兵、肖明智：《人民币国际化进程中汇率变动的经济效应研究》，《世界经济研究》2016年第1期。

〔2〕赵龙凯、岳衡、矫堃：《出资国文化特征与合资企业风险关系探究》，《经济研究》2014年第1期。

〔3〕Fishbein M., Ajzen I., "Belief, Attitude, Intention, and Behavior: An Introduction to Theory and Research," Boston: Addison-Wesley Press, 1975, pp. 216-230.

〔4〕Porta R. L., Lopez-de-Silanes F., Shleifer A., Vishny R. W., "Law and Finance," *Journal of Political Economy*, vol.106, no.6 (1998), pp. 1113-1156.

〔5〕Lucey B. M., Zhang Q. Y., "Does Cultural Distance Matter in International Stock Market Comovement? Evidence from Emerging Economies around the World," *Emerging Markets Review*, vol.11, no.1 (2010), pp. 62-78.

〔6〕靳涛、林海燕：《文化资本与经济增长：中国经验》，《经济学动态》2018年第1期。

〔7〕康继军、孔明星、谈笑：《文化认同对中国出口分行业贸易影响分析》，《国际贸易问题》2019年第1期。

〔8〕Hofstede G. J., "Culture's Consequences: International Differences in Work Related Values," California: Sage, Thousand Oaks, 1980, pp. 117-123.

〔9〕Hofstede G. J., "Culture's Consequences: Comparing Values, Behaviors, Institutions, and Organizations across Nations," California: Sage, Thousand Oaks, 2001, pp. 75-89.

〔10〕Schwartz S. H., "Beyond Individualism/collectivism: New Cultural Dimensions of Values, Individualism and Collectivism: Theory, Method, and Applications," California: Sage, Thousand Oaks, 1994, pp. 53-67.

〔11〕黄凌云、杨娜、王珏：《文化特征与冲突对中国企业OFDI投资策略影响研究》，《经济科学》2016年第3期。

〔12〕Dong-Jin Lee, "The Effect of Cultural Distance on the Relational Exchange Between Exporters and Importers," *Journal of Global Marketing*, vol.11, no.4 (1998), pp. 7-22.

〔13〕Bedassa Tadesse, Roger White, "Cultural Distance As A Determinant of Bilateral Trade Flows: Do Immigrants Counter the Effect of Cultural Differences?" *Applied Economics Letters*, vol.17, no.2 (2010), pp. 147-152.

〔14〕Siegel J. I., Licht A. N., Schwartz S. H., Egalitarianism, "Cultural Distance, and FDI: A New Approach," *Organization Science*, vol.24, no.4 (2013), pp. 1174-1194.

〔15〕Nguyen N. H., Truong C., "The Information Content of Stock Markets around the World: A Cultural Explanation," *Journal of International Financial Markets, Institutions & Money*, vol.26, (2013), pp. 1-29.

〔16〕田晖、蒋辰春：《国家文化距离对中国对外贸易的影响——基于31个国家和地区贸易数据的引力模型分析》，《国际贸易问题》2012年第3期。

〔17〕刘威、肖光恩：《文化距离、制度效应与跨境股权投资》，《经济管理》2015年第5期。

〔18〕Sharpe W. F., "A Simplified Model of Portfolio Analysis," *Management Science*, vol.9, no.2 (1963), pp.277-293.

〔19〕Campbell J. Y., Hamao Y., "Predictable Stock Returns in the United States and Japan: A Study of Long-Term Capital Market Integration," *Journal of Finance*, vol.47, no.1 (1992), pp.43-69.

〔20〕Lettau M., Maggiori M., Weber M., "Conditional Risk Premia in Currency Markets and other Asset Classes," *Journal of Financial Economics*, vol.114, no.2 (2014), pp.197-225.

〔21〕Menkhoff L., Sarno L., Schmeling M., Schrimpf A., "Carry Trades and Global Foreign Exchange Volatility," *Journal of Finance*, vol.67, no.2 (2012), pp.681-718.

〔22〕Lustig H. N., Richmond R. J., "Gravity in FX R2: Understanding the Factor Structure in Exchange Rates," Stanford University Graduate School of Business Research Paper, 2016, pp. 15-54.

〔23〕Verdelhan A., "The Share of Systematic Variation in Bilateral Exchange Rates," *Journal of Finance*, vol.73, no.1 (2018), pp.375-418.

〔24〕Kenneth R. Ahern, Daniele Daminelli, Cesare Francassi, "Lost in Translation? The Effect of Cultural Values on Mergers around the World," *Journal of Financial Economics*, vol.117, no.1 (2015), pp. 165-189.

〔25〕Porta R. L., Lopez-de-Silanes F., "The Economic Consequences of Legal Origins," *Journal of Economic Literature*, vol.46, no.2 (2008), pp. 285-332.

【责任编辑：程娜】