

资本市场开放与企业国际化战略

代彬^{1,2},邓楠¹

(1. 四川外国语大学国际工商管理学院,重庆 400031; 2. 四川外国语大学国别经济与国际商务研究中心,重庆 400031)

摘要:以沪市A股上市公司为样本,实证检验了资本市场开放对我国企业国际化战略的影响及作用机制,结果发现:资本市场开放对上市公司国际化范围、国际化速度、有规律国际化节奏存在正向影响。研究显示,国际化董事会显著调节了资本市场开放与企业国际化战略之间的关系;资本市场开放通过改善信息环境或者缓解融资约束的途径影响企业国际化战略,且这种作用机制在信息环境较差、融资约束较大的企业中更为显著。应坚持资本市场进一步开放,使得金融体系更好地服务于实体经济。

关键词:资本市场开放;国际化战略;国际化董事会

中图分类号:F275

文献标志码:A

文章编号:1671-4970(2022)01-0075-08

近年来,新兴资本市场对外开放程度扩大,中国也在逐步地推动资本市场开放。我国资本市场建立以来,对促进实体经济发展起到重要作用,为进一步深化资本市场改革、更好服务实体经济创造了良好基础和条件^[1]。为构建更加开放的经济体系,实现资本市场更高水平的发展,我国证监会先后启动了合格境外投资者制度、“沪港通”等政策机制。与此同时,在中国经济与世界经济加速融合的进程中,我国对外直接投资的流量和存量截至2018年末已分别位居全球第二、第三位。越来越多的中国企业在“走出去”及“一带一路”倡议的推动下跻身海外市场。国际化战略作为企业战略决策中的重要一环,是企业依据自身资源能力及外部环境做出的一种战

略选择。不同的国际化进程蕴涵异质的经营绩效或资源成本,资本市场开放作为提高市场资源配置效率的重要方式,是否以及如何影响企业国际化战略,自然是一个有待回答的重要问题。

由于各国之间的制度环境、资本市场、金融开放等因素各不相同,国内外学术界对于资本市场开放的经济效应还未形成一致意见,但“沪港通”制度的实施为探讨资本市场开放与企业国际化战略的关系提供了一个良好的“准自然实验”场景。因此,笔者采用双重差分法(difference in difference, DID)实证检验资本市场开放对企业国际化战略的影响,克服了双向因果等内生性问题的困扰。

基金项目:国家社会科学基金一般项目(19BGL059);重庆市教委人文社科研究重点项目(21SKGH130);重庆市教委科学技术研究重点项目(KJZD-K202000902)

作者简介:代彬(1982—),男,教授,博士,主要从事国际财务管理研究。E-mail:daibin@sisu.edu.cn

一、文献综述与研究假说

1. 文献综述

与本研究联系紧密的文献大致可分为关于资本市场开放经济后果的研究以及国际化战略的影响因素研究。传统国际贸易理论指出,经济金融发展能够改变一国的要素禀赋和比较优势,一国资本市场自由化程度会给该国企业带来实质的经济利益^[2]。“沪港通”是我国开放背景下极具代表性的创新性制度,现有研究普遍认为“沪港通”机制的开启有助于改善公司信息环境^[3]、提升公司治理水平^[4]、增强股价对标的企业投资的引导作用^[5]、提升企业研发创新能力^[6-7]、抑制非效率投资^[8]。不过尚无文献关注“沪港通”制度对企业国际化战略这一重要决策的影响。有学者基于我国出口市场研究发现,“沪深港通”的实施显著促进了上市公司的出口倾向和出口规模,降低了其进入国际市场的生产率门槛^[9]。

企业国际化战略的相关研究可追溯到20世纪60年代,国外学者基于发达国家跨国企业的国际化行为,逐步发展出了交易成本理论、国际生产折中理论、制度基础观等用以解释企业跨国经营等问题。国际化战略伴随着高风险和高收益,相对于发达国家来说,新兴市场企业的国际化仍处于后来者地位,面临更复杂易变的外部环境及内外部资源差异^[10],缺乏有效识别国际市场信息和机会的能力^[11]。为进一步探讨企业是如何进行国际化扩张这一动态过程的,Vermeulen等将企业国际化战略划分为3个维度,从不同侧面反映了企业国际化扩张过程,即国际化范围、国际化速度及国际化节奏^[12]。具体来说,基于交易成本理论,国际化范围的扩张意味着企业要将研发、营销等成本分摊到多个单位,要适应不同复杂市场的消费者偏好并调整多个海外子公司的组织架构。不仅如此,有限理性意味着企业决策是不完善的,快速国际化通常面临更大的风险^[13],企业想要克服贸易壁垒获取国际市场竞争优势,需要具备强大的风险管控能力。与此同时,国际化节奏要求企业同时把控多个市场的国际化经营幅度。面对潜在的国际化风险,企业需要大量收集、分析信息,应对各种问题或冲击,尽可能保证国际化扩张步伐契合国际市场发展趋势^[14]。有规律、持续性的国际化节奏促使企业保持稳定的扩张模式,有助于企业

吸收国际化经验、发挥学习效应调整“思维地图”,整合海外子公司不断适应国际环境^[15]。而不规律、间断性的国际化企业缺乏灵活的扩展吸收能力而局限在现有组织架构、系统文化和思维模式中。总的来说,既然企业的优势和国际化动因各异,那么以“沪港通”为代表的资本市场开放机制如何影响企业国际化战略呢?现有研究并不能得出准确答案,也尚无文献探讨资本市场开放对企业国际化战略尤其是对企业国际化范围、国际化速度与国际化节奏三动态维度的影响。

2. 资本市场开放与企业国际化战略

基于上述分析,笔者认为“沪港通”实施后外资股东的进入能够强化企业国际竞争优势、分散国际经营风险、降低投融资成本,并通过以下途径来影响企业的国际化战略。

一方面,资本市场开放增加了企业获取稀缺资源、有效信息的可能性,企业更有能力实施国际化等价值创造活动。已有研究发现,新兴市场企业的国际化进程仍处于后来者地位^[16],国际市场的风险性和不确定性是阻碍这些企业国际化扩张的重要因素。资本市场开放使得资源资金更好地配置在生产经营活动中,交易成本降低一定程度上提高了可投资公司的积极溢出效应,缓解了信息不对称^[17]。对于那些市场知识有限、资源资金缺乏的国际化企业来说,开放背景有助于企业更好地捕捉国际市场的高质量信息,整合东道国资源禀赋,通过有效信息和知识转移等途径创造竞争优势,在多个海外市场寻求新的发展机遇,即资本市场开放可能会正向影响企业国际化范围。不仅如此,更为透明的信息环境也有助于企业快速克服贸易壁垒和制度障碍,把握多个国际市场中的消费者需求,从而缓解国际化扩张中普遍存在的不确定性,帮助企业维持规律的国际化节奏。另一方面,资本市场开放有助于挤出部分信贷资金,增加企业融资渠道,增强企业国际多元化意愿^[18]。企业国际化进程具有周期长、范围广等特点,需要大量的资金支持和固定成本。而在我国,银行信贷、财政补贴通常向国有企业、国家战略行业倾斜^[19],民营企业和中小企业应对绿地投资或跨国并购后的运营管理、资源整合等问题能力不足,资金、管理等条件制约不仅阻碍着民营企业国际化的实施与推进,也极大限制了企业开展跨国活动的倾

向性。开放背景能为企业打开多元融资渠道,增强企业在金融市场的融资能力^[21]、促进研发投入^[20],为企业把握国际市场机会提供资源保障^[21-23],此时企业感知的国际化收益大于国际化风险,也就更倾向开展跨国经营活动。

综上所述,资本市场开放对企业国际化战略的影响是一个有待验证的话题。因此,提出如下研究假设:

假设 H1: 资本市场开放对企业国际化范围、国际化速度、有规律国际化节奏具有显著的促进作用。

3. 国际化董事会的调节作用

基于高阶梯队理论,现有文献普遍认为,管理层在战略决策时常受到个体视野及价值观认知的影响^[24]。金融开放背景下,越来越多具有先进治理理念、国际化视野的境外投资者进入上市公司。董事会的主要职责在于管理制定政策、为企业提供资源,具有国际化背景的董事常与外资股东具有纽带关系,受其委托而作为利益代表^[25]。据统计,2019年A股上市公司中具有国际背景(海外工作、教育)的董事占比接近一半。考虑到我国具有典型的“人情社会”特征,文化价值观差异会导致管理层产生不同战略偏好,对决策质量产生异质影响。在探讨资本市场开放与企业国际化战略之间关系时,有必要探讨董事会结构的治理作用^[11]。相较于本土董事,国际经验丰富的董事地方关联少、学派关系浅,擅长利用先进的治理结构和基于专业的知识管理决策。具有国际背景的技术管理人员更善于应对不同的文化、制度和竞争环境,克服母国与东道国之间的“心理距离”,做出卓越的战略决策表现^[26]。在此基础上,国内投资者普遍认为国际化董事释放了股价上涨的信号,更倾向于追随其进行投资决策。不仅如此,持全球化导向观点与开放态度的国际化董事具有多元文化视角和全球化的视野思维,在企业治理中表现出较强独立性,通过构建非正式网络、加强监督等行为促使企业在价值增长活动中充分识别、组织、解释和利用国际市场信息^[27],为国际化战略选择奠定基础。以上分析表明,国际化董事会可能在资本市场开放与企业国际化战略之间发挥显著的调节作用。综上,提出如下研究假设:

假设 H2: 国际化董事会能够正向调节资本市场开放对企业国际化范围、国际化速度、企业国际化节

奏的影响。

二、研究设计

1. 样本筛选与数据来源

选取2010—2019年的A股上市企业作为初始样本,通过万得、国泰安数据库手工搜集整理得到相关数据,并根据以下原则进行数据处理:剔除全部金融类、A+H股及ST、*ST等样本;剔除2014年及之后上市、2014年11月17日之后新增或调出的沪港通标的股;剔除主要财务指标缺失、海外销售收入和海外子公司不符合国际化定义及核心高管发生重大变更的样本;为排除异常值影响,对连续变量在前后1%的水平上缩尾处理。进一步地,通过采用1:1不允许重复抽样、卡尺值为0.05的PSM最近邻配对法构造处理组和控制组得到样本集。经上述处理,最终得到3998个非平衡面板数据。

2. 模型设定

运用如下双重差分模型进行基础回归分析:

$$scope = \alpha + \beta_0 did + \beta_1 treat + \beta_2 post + \sum control + firm_{FE} + year_{FE} + \varepsilon \quad (1)$$

$$speed = \alpha + \beta_0 did + \beta_1 treat + \beta_2 post + \sum control + firm_{FE} + year_{FE} + \varepsilon \quad (2)$$

$$rhythm = \alpha + \beta_0 did + \beta_1 treat + \beta_2 post + \sum control + firm_{FE} + year_{FE} + \varepsilon \quad (3)$$

其中

$$did = treat \times post$$

式中: *scope*、*speed*、*rhythm* 分别为被解释变量国际化范围、速度及节奏; *did* 为“沪港通”政策时间虚拟变量 *post* 与实验组虚拟变量 *treat* 的交互项,即为双重差分模型关注的核心解释变量,具体地, *treat* 为“沪港通”标的虚拟变量,若样本企业在2014年11月被纳入“沪港通”标的范围则 *treat* 取值为1,否则为0; *post* 为时间虚拟变量,“沪港通”启动时点及之后年度取值为1,否则为0; *control* 为一组控制变量,包括企业规模、企业年龄、董事会规模等;模型均控制了公司固定效应 $firm_{FE}$ 和年度固定效应 $year_{FE}$; α 、 β_0 、 β_1 、 β_2 、 ε 均为系数。若模型(1)(2)(3)中 *did* 系数 β_0 为正,则表明“沪港通”机制能显著促进企业的国际化范围、国际化速度及不规律国际化节奏。

3. 变量说明

(1) 企业国际化战略

借鉴 Vermeulen 等^[12,28]的研究,将企业国际化

战略分为国际化范围、速度与节奏 3 个纬度:①国际化范围(scope):企业在 t 年成立海外子公司所跨越的国家或海外地区数目;②国际化速度(speed):企业海外销售收入的平均增长率;③国际化节奏(rhythm):企业海外销售收入平均增长率的变动情况。具体公式如下:

$$\ln(OI_t) = b_1 + b_2t + \sigma \quad (4)$$

式中:t 为时间;ln(OI_t)为海外销售收入的自然对数;b₁、b₂为回归系数。采用 5 年内[t, t+4]二者回归系数 b₂的反自然对数来衡量企业的国际化速度,该值越大说明企业加速进行国际化战略。采用 b₂标准偏差的反自然对数来衡量企业的国际化节奏,该值越大说明企业倾向于不连贯的国际化节奏。

(2)其他变量

参考已有研究,国际化董事会(gb)以哑变量(gb1)和比例(gb2)衡量^[25]。此外,在控制变量中加入其他可能影响企业国际化战略的因素,变量的具体定义如表 1 所示。

三、实证结果分析

1. PSM 结果

考虑到“沪港通”机制作为政府主导的经济政策,其试点地区并非随机选择,在样本选取方面可能

存在选择偏差问题。参考现有文献和“沪港通”标的选择方法,本文整理出适当协变量对样本进行匹配,利用 logit 模型估计倾向得分,再进行政策效果分析。表 2 结果可知 PSM 配对效果良好。

2. 描述性统计

表 3 报告了主要变量的统计特征,结果可知各项变量均较为正常。多重共线性与相关性检验结果也显示,各变量间不存在明显共线性。

3. 基础回归结果

资本市场开放对企业国际化战略的实证结果如表 4 所示。首先,表 4 第 1 列中 did 的系数为 0.456,在 5% 的置信水平下显著为正,表明资本市场开放后引进外资确实能促使企业进入多个国际市场以把握机会,即资本市场开放正向影响企业国际化范围;其次,第 2 列中 did 的系数为 0.525,在 5% 的置信水平下正显著,说明随着资本市场进一步开放,企业通过加速国际化进程获取竞争优势,即资本市场开放正向影响企业国际化速度;最后,第 3 列中 did 的系数显著为-0.247,表明资本市场开放后企业更倾向于连贯、规律的国际化扩张模式,即资本市场开放正向影响企业有规律国际化节奏。综上所述,研究假说 H1 得到验证。

表 1 主要变量及定义

变量分类	变量名称	变量符号	变量说明
被解释变量	国际化范围	scope	企业当年拥有海外子企业所在国家或地区的数目
	国际化速度	speed	企业海外销售收入在一定时间内的平均增长率
	国际化节奏	rhythm	企业海外销售收入在一定时间内增长率的变动情况
解释变量	“沪港通”标的	treat	样本属于沪港通标的公司,则取值为 1,否则为 0
	“沪港通”时间	post	样本属于被调入沪股通标的当年及以后年份取值为 1,否则为 0
其他变量	是否存在国际化董事	gb1	存在外籍董事取 1,否则取 0
	国际化董事比例	gb2	外籍董事人数占董事会总人数的比重
	分析师跟踪	analyst	跟踪分析上市公司的分析师人数
	融资约束	ww	ww 指数衡量企业融资约束
	产权性质	soe	若为国有控股则取 1,否则取 0
	企业规模	size	总资产的自然对数
	企业现金流量	cash	企业年末货币资金数量
	资产负债率	lev	负债总额与资产总额的比例
	董事会规模	bsize	董事会的总席位数
	成长机会	growth	主营业务收入较上年的增长率
	两职合一	dual	若 CEO 同时兼任董事长则取 1,否则取 0
	独董比例	ddz	董事会中独立董事占比
	股票换手率	turn	企业股票年均换手率
	经营活动现金流	cfota	经营活动现金流量净额与年末总资产的比值
	托宾 q 值	tobinq	企业的托宾 q 值
行业与年份	Industry&Year	行业与年度虚拟变量	

表2 PSM 匹配结果

变量	单位	是否匹配	处理组均值	控制组均值	偏差	t-test	$p > t $
size		否	23.961	22.566	95.9	37.90	0
		是	23.892	23.897	-0.5	0.23	0.820
cash		否	21.958	20.554	90.0	16.15	0
		是	21.897	21.923	-1.3	0.73	0.465
lev	%	否	0.5082	0.5344	-12.1	-5.45	0.003
	%	是	0.5084	0.5091	-6.1	0.42	0.675
cfota	%	否	0.0674	0.0380	-6.2	-1.25	0.008
	%	是	0.0674	0.0699	1.7	0.21	0.294
turn		否	3.9150	4.2887	37.4	37.03	0
		是	3.8615	3.8589	-0.9	-0.31	0.758

注:只要 $P > 0.05$ (或 $|t| < 1.96$), 就无法拒绝原假设, 即可视为通过了平衡性检验。

表3 主要变量描述性统计

变量	观测值	均值	中位数	标准差	最小值	最大值
scope	3998	2.101	0	0.995	0	4.934
speed	3998	1.158	1.000	0.646	1.003	7.702
rhythm	3998	1.055	1.074	0.344	0	2.112
gb1	3998	0.630	1.000	0.483	0	1.000
gb2	3998	0.096	0	0.124	0	0.889
analyst	3998	1.843	1.946	1.111	0	3.871
uw	3998	-1.028	-1.032	0.078	-1.341	-0.762
size	3998	22.747	22.658	1.438	16.520	28.947
lev	3998	0.531	0.530	0.211	0.073	0.986
cash	3998	20.677	20.651	1.497	16.380	24.882
turn	3998	1.172	1.215	0.808	-5.140	3.701
cfota	3998	0.045	0.046	0.093	-3.076	1.127

表4 基础回归结果

变量	scope	speed	rhythm	scope	speed	rhythm	scope	speed	rhythm
did	0.456 **	0.525 **	-0.247 **	0.497 *	0.133 ***	-0.046 ***	0.169	0.122 ***	-0.029 ***
	(0.200)	(0.234)	(0.096)	(0.275)	(0.038)	(0.010)	(0.298)	(0.042)	(0.010)
gb1				0.548 ***	0.045 *	-0.013			
				(0.173)	(0.024)	(0.008)			
gb1did				0.493 *	0.099 **	-0.031 **			
				(0.294)	(0.041)	(0.012)			
gb2							4.222 ***	0.325 **	-0.001
							(0.947)	(0.133)	(0.001)
gb2did							4.734 ***	0.281	-0.004 **
							(1.343)	(0.191)	(0.002)
_cons	6.009	-7.467	-6.827 ***	-21.147 ***	-1.607 *	-2.642 ***	-22.435 **	-2.243 *	-2.691 ***
	(3.909)	(4.928)	(2.389)	(7.012)	(0.873)	(0.715)	(9.051)	(1.154)	(0.766)
C	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes
Inds&Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes
N	3998	3998	3998	3920	3920	3920	3920	3920	3920
R ²	0.279	0.065	0.086	0.093	0.018	0.088	0.122	0.022	0.079

注: * 表示 $p < 0.1$, ** 表示 $p < 0.05$, *** 表示 $p < 0.01$; 括号内为系数估计值的标准误; C 为控制变量合集, Inds&Yes 为行业、年度固定效应。下同。

4. 调节效应分析

通过在基础回归模型中构建国际化董事会 (gb) 与“沪港通” (did) 的交互项进行调节效应分析, 结果如表 4 第 4 ~ 9 列所示。从国际化范围看,

第 4、第 7 列中 gb1did 和 gb2did 的系数均正向显著, 表明国际化董事会正向调节了资本市场开放与企业国际化范围的关系。从国际化节奏看, 第 6、第 9 列中 gb1did 和 gb2did 的系数均显著为负, 揭示国际化

董事会能削弱资本市场开放对企业国际化有规律节奏的正向关系。可能的解释是,国际化董事会倾向于认为市场动态变化需要企业保留较高的应对弹性,更愿意追求不规律的国际化节奏。从国际化速度看,第5列中 *gb1did* 的回归系数显著为正,而第8列中 *gb2did* 的系数虽为正但不显著,表明国际化董事会正向调节了资本市场开放与企业国际化速度的关系,但随着董事会国际化程度的增强,企业可能偏好于逐步减缓国际化速度,这与前文逻辑一致。综上,资本市场开放后持长期导向态度的国际化董事会能促使企业追求更大范围、更快速度及节奏不规律国际化带来的潜在收益,假设 H2 得到验证,同时也支持了多元化背景董事的咨询和管理效应。

5. 稳健性检验

稳健性检验如下:首先,利用匹配后样本进行平行趋势检验;其次,采用安慰剂检验,将“沪港通”实施时间分别向前、后平推1~2年;再次,考虑到可能的内生性问题,将国际化三纬度分别滞后1期、2期;最后,采用更换国际化战略衡量指标、剔除2014年和2016年样本、更换PSM匹配方法等进行稳健性检验。以上结果均显示研究结论是稳健的。

四、影响机制和异质性分析

1. 影响机制分析

由前文可知,资本市场开放加快了信息流通,企业能更好地挖掘及处理有关国际市场的信息,分析师预测准确性^[29]和股票知情交易水平提高,融资压力和资金缺口得以缓解,即信息环境、融资约束可能是资本市场开放影响企业国际化战略的重要渠道。

因此,以分析师跟踪(*analyst*)、融资约束(*ww*)作为中介变量进行中介效应分析。借鉴温忠麟等的中介效应检验程序^[30],首先,检验“沪港通”(*did*)对被解释变量企业国际化战略的回归系数,结果如表4第1、2、3列所示,均为显著;其次,以分析师跟踪数量(*analyst*)和融资约束(*ww*)为被解释变量、“沪港通”(*did*)为解释变量,检验资本市场开放对企业信息披露、融资约束水平的回归系数;最后,以国际化战略(*scope*、*speed*、*rhythm*)为被解释变量,将分析师跟踪(*analyst*)、融资约束(*ww*)纳入模型(1)(2)(3)中,检验中介效应是否存在。

具体结果见表5。从信息环境来看,第1列为中介效应检验的第二步,结果显示“沪港通”*did*系数为0.294且显著为正,说明“沪港通”开通后上市公司的分析师跟踪数量显著上升,为市场提供了更多准确有效的研究报告。第2、3、4列为第三步,“沪港通”*did*的系数和分析师跟踪(*analyst*)的系数均显著,说明资本市场开放确实会通过改善企业的信息质量影响国际化战略。从融资约束来看,第5列为中介效应检验的第二步中,“沪港通”*did*与融资约束(*ww*)显著负相关,表明“沪港通”开通后国际资本的流入为企业提供了更多融资机会,缓解了融资不足。第三步的列7、8、9中,“沪港通”*did*与融资约束(*ww*)的系数均显著,表明融资约束在“沪港通”影响企业国际化的过程中发挥了中介效应。

进一步地,以企业加入“沪港通”前一年的分析师跟踪数量、融资约束水平是否大于同年度行业中位数作为分组依据进行分组回归。结果如表6所示,“沪港通”*did*对国际化范围(*scope*)的影响显著

表5 影响机制检验

变量	第二步		第三步			第二步		第三步	
	<i>analyst</i>	<i>scope</i>	<i>speed</i>	<i>rhythm</i>	<i>ww</i>	<i>scope</i>	<i>speed</i>	<i>rhythm</i>	
<i>did</i>	0.294*** (0.099)	0.677* (0.398)	0.743*** (0.252)	-0.314* (0.179)	-0.011*** (0.004)	0.187** (0.095)	0.130** (0.061)	-0.120*** (0.042)	
<i>analyst</i>		0.018** (0.008)	0.077* (0.046)	-0.013* (0.017)					
<i>ww</i>						-1.466*** (0.505)	-0.437* (0.260)	-0.602** (0.242)	
<i>_cons</i>	-7.781** (3.585)	5.822*** (4.767)	-3.920 (7.466)	-5.429* (3.267)	0.536*** (0.110)	-0.831 (0.537)	-7.916** (2.143)	0.268 (0.260)	
<i>C</i>	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	
<i>Inds&Yes</i>	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	
<i>N</i>	3069	3069	3069	3069	3476	3476	3476	3476	
<i>R</i> ²	0.069	0.176	0.128	0.275	0.433	0.214	0.029	0.058	

体现在原本信息质量较差(分析师人数较少)、融资约束较强的企业组别中,即资本市场开放会促使企业更多地利用提升信息披露水平、获取资本流入等途径开展国际化经营,这与前文逻辑较为一致。

2. 异质性分析

长期以来,我国金融政策给予了国有企业更多支持和照顾。为考察不同产权类型中“沪港通”对企业国际化战略的异质性影响,依据产权性质进行分组检验。结果如表6所示,第5、6列表明“沪港通”*did*在民营企业组的作用效果更好。可能解释是,民营企业一般受国际市场的约束和壁垒相对更少,其国际化速度和节奏反应更为灵敏,能更为准确地把握资本市场开放后易于传递的“硬信息”。

竞争充分信息假说认为,市场竞争作为一种外部治理机制对企业战略决策至关重要。为考察不同竞争程度下资本市场开放对企业国际化战略的影响,采用收入熵指数(*EI*)来衡量企业所在行业的竞争程度并分组检验。结果如表6所示,“沪港通”*did*对企业国际化范围的影响在低市场竞争行业中更明显。可能的解释是,高度竞争的市场使得企业之间的可替代性、流动性增强,经营风险增大。国际化活动具有不确定性,此时的管理层更倾向于控制风险、维持现状、审慎决策。而市场竞争较低时,管理层更能敏锐的捕捉信息,利用资本市场开放带来的红利,在保障自身比较优势和核心竞争力的同时实现优势互补。

五、结论与启示

要做到“以内促外,内外并举”,发挥我国超大规模市场的竞争优势和投资潜力,离不开有效的资本市场支撑。资本市场开放是一国接轨国际、将国际资源“引进来”的重大举措,有助于缓解资源错

配、提高资源配置效率、改善金融“脱实向虚”^[24]。与此同时,鼓励企业“走出去”是我国发展外向型经济的根本之道和重要选择。

基于这一背景,采用双重差分模型检验了“沪港通”对企业国际化战略的影响。研究表明,资本市场开放能促进企业国际化范围的扩大、国际化速度的提高、国际化节奏的规律性。进一步研究发现,资本市场开放对企业国际化的影响受到国际化董事会的调节作用。资本市场开放主要通过改善信息环境、缓解融资约束来影响企业国际化战略,且这一作用机制主要体现在信息质量较差、融资约束较强的企业中。

本研究具有如下的政策启示:首先,研究表明“沪港通”显著影响了企业的国际化战略。当前国内供需环境与国际资本流动密不可分,政府应继续坚持资本市场的逐步开放,有序放松外资机构持股限制,让资本市场更好地服务于实体经济。其次,研究发现具有丰富国际化资源的董事会有助于企业提高国际化进程中的风险管控能力,这提示可通过合理吸纳国际化董事来改善企业决策质量。最后,研究揭示资本市场开放引入的境外投资者能发挥其比较优势,提升公司信息披露水平和信息获取等方面的能力。因此,政府当局应在推动资本市场逐步开放的同时加强对境外投资者的引导及监管,以更好地激发其公司治理功效。

参考文献:

- [1] 王肇,宋磊. 资本市场更好支持实体经济发展的路径探索[J]. 理论探讨,2021(5):106-112.
- [2] MITTON T. Stock market liberalization and operating performance at the firm level[J]. Journal of Financial Economics,2006,81(3):625-647.
- [3] 陈运森,黄健峤. 股票市场开放与企业投资效率:基于

表6 “沪港通”影响国际化范围的分组检验

变量	scope		scope		scope		scope	
	信息质量差	信息质量好	低融资约束	高融资约束	民营企业	国有企业	高竞争市场	低竞争市场
<i>did</i>	0.142 *	0.037	-0.139 **	0.180 ***	0.510 *	0.332	1.026	0.067 **
	(0.076)	(0.100)	(0.068)	(0.055)	(0.263)	(0.352)	(0.455)	(0.266)
<i>-cons</i>	-16.206	-12.217	-10.431 **	-3.851 **	-4.553 ***	-4.400 ***	1.407 ***	7.851 ***
	(13.317)	(10.210)	(2.241)	(1.818)	(0.748)	(0.890)	(14.601)	(8.043)
<i>C</i>	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes
<i>Inds&Yes</i>	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes
<i>N</i>	2001	1053	1315	2155	2537.000	1444.000	1052.000	2873.000
<i>R</i> ²	0.232	0.378	0.196	0.333	0.125	0.112	0.118	0.224

注:因篇幅限制,只报告了国际化范围的回归结果,国际化速度、国际化节奏结果均一致。

- “沪港通”的准自然实验[J]. 金融研究,2019(8):151-170.
- [4] 邹洋,张瑞君,孟庆斌,等. 资本市场开放能抑制上市公司违规吗?——来自“沪港通”的经验证据[J]. 中国软科学,2019(8):120-134.
- [5] 连立帅,朱松,陈超. 资本市场开放与股价对企业投资的引导作用:基于沪港通交易制度的经验证据[J]. 中国工业经济,2019(3):100-118.
- [6] 马妍妍,俞毛毛,程京京. 资本市场开放促进企业创新了么?——基于陆港通样本的微观证据[J]. 财经论丛,2019(8):39-52.
- [7] 朱琳,伊志宏. 资本市场对外开放能够促进企业创新吗?基于“沪港通”交易制度的经验证据[J]. 经济管理,2020(2):40-57.
- [8] 连立帅,朱松,陈关亭. 资本市场开放、非财务信息定价与企业投资——基于“沪深港通”交易制度的经验证据[J]. 管理世界,2019(8):136-154.
- [9] 杨晓亮,耿伟,李冬. 资本市场开放与中国上市公司出口边际——基于沪深港通交易制度实施的准自然实验[J]. 经济管理,2021(3):14-27.
- [10] LI P Y. Top management team characteristics and firm internationalization: the moderating role of the size of middle managers [J]. International Business Review, 2017,27(1):125-138.
- [11] 钟熙,宋铁波,陈伟宏,等. 促进抑或阻碍? 董事会资本对企业国际化战略的影响研究[J]. 科学学与科学技术管理,2018,39(3):77-91.
- [12] VERMEULEN F, BARKEMA H. Pace, rhythm, and scope: process dependence in building a profitable multinational corporation [J]. Strategic Management Journal,2002,23(7):637-653.
- [13] CHETTY S, JOHANSON M, MARTIN O. Speed of internationalization: conceptualization, measurement and validation[J]. Journal of World Business,2014,4:633-650.
- [14] MOHR A, BATSAKIS G. Internationalization speed and firm performance: a study of the market-seeking expansion of retail MNEs [J]. Management International Review, 2017,57(2):1-25.
- [15] WU H, CHEN J, JIAO H. Dynamic capabilities as a mediator linking international diversification and innovation performance of firms in an emerging economy [J]. Journal of Business Research,2016,69(8):2678-2686.
- [16] 陈伟宏,钟熙,蓝海林,等. 范围、速度与节奏——高管过度自信对国际化战略的影响[J]. 管理评论,2021(3):231-243.
- [17] WEN J, FENG G F, CHANG C P, et al. Stock liquidity and enterprise innovation: New evidence from China[J]. European Journal of Finance,2018,24(9):683-713.
- [18] DENG P, ZHANG S. Institutional quality and internationalization of emerging market firms: focusing on Chinese SMEs[J]. Journal of Business Research,2018,92(C):279-289.
- [19] LIN H, ZENG S, MA H, et al. Does commitment to environmental self-regulation matter? An empirical examination from China[J]. Management Decision,2015,5:932-956.
- [20] 王秀丽,齐荻. 资本市场开放提高企业投资效率了吗——基于“陆港通”的多期双重差分法实验证据[J]. 国际商务(对外经济贸易大学学报),2018(6):92-106.
- [21] 陈运森,黄健峤,韩慧云. 股票市场开放提高现金股利水平了吗?——基于“沪港通”的准自然实验[J]. 会计研究,2019(3):55-62.
- [22] 钟覃琳,陆正飞. 资本市场开放能提高股价信息含量吗?——基于“沪港通”效应的实证检验[J]. 管理世界,2018(1):177-187.
- [23] APANARD P, WANVIMOL S. Financial liberalization and banking crises: a cross-country analysis [J]. International Review of Finance,2010,10(2):263-292.
- [24] GIANNETTI M, LIAO G, YU X. The brain gain of corporate boards: evidence from China [J]. Journal of Finance,2015,7:752-770.
- [25] 代彬,王敬远. 国际化董事会与企业金融化:“生搬硬套”还是“灵活处置”[J]. 金融经济研究,2021(3):124-141.
- [26] NIELSENA B B, NIELSENA S. The role of top management team international orientation in international strategic decision-making: the choice of foreign entry mode[J]. Journal of Word Business,2011,46:185-193.
- [27] 杜兴强,谭雪. 国际化董事会、分析师关注与现金股利分配[J]. 金融研究,2017(8):192-205.
- [28] CHEN H, LI X, ZENG S. Does state capitalism matter in firm internationalization? Pace, rhythm, location choice, and product diversity[J]. Management Decision,2016,54(6):1320-1342.
- [29] GAO K J, LIN W F, YANG L. The impact of analyst coverage and stock price synchronicity: evidence from brokerage mergers and closures [J]. Finance Research Letters,2019,33(1):101-190.
- [30] 温忠麟,张雷,侯杰泰,等. 中介效应检验程序及其应用[J]. 心理学报,2004(5):614-620.

(收稿日期:2021-09-05 编辑:张志琴)