doi:10.13582/j.cnki.1672-7835.2020.06.009

外资持股对企业国际化经营的影响

彭程,韩知恒,贾歆媛
(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:利用 2010~2018 年中国 A 股上市公司样本,对外资持股如何影响企业国际化经营进行了实证分析,并着重检验了外资持股经由技术研发和国际高管对国际化经营的作用路径。研究发现,总体上外资持股会显著促进企业国际化经营。在作用路径上,虽然技术研发会促进企业国际化经营,但是外资持股未对企业研发产生显著影响,表明技术研发并没有为外资持股影响企业国际化提供助力;外资持股会显著增加企业国际高管的聘用,并对国际化经营产生正向作用,表明国际高管的聘用能为外资持股影响国际化经营产生有效加持。

关键词:国际化经营;外资持股;研发投入;国际高管
中图分类号:F276.6　　**文献标志码**:A　　**文章编号**:1672-7835(2020)06-0063-10

在越来越多企业"走出去"的背景下,如何切实有效地提高企业国际化经营质量与效果,确保企业在国际化的道路上行稳致远,值得高度关注。尤其是近年来国家加大力度引进外国投资者持股上市公司,由此带来的一个值得深入思考的问题是:企业能否借助外资股东特殊国际背景和治理力量提升其国际化经营效果?回答这一问题,不仅关系到企业国际化经营本身,而且是完善外国投资者对上市公司战略投资管理政策、加快推进我国高水平对外开放大局的应景之需。虽然已有国外学者通过研究证实了外资股东提升了企业国际化经营效果的现象①。但由于我国企业面临的特殊市场背景和治理环境,外资股东能否同样正向促进企业国际化经营,仍然值得进一步检验。本文应用 2010~2018 年 A 股上市公司样本,实证分析了外资持股对企业国际化经营的影响,并从企业研发和国际高管聘用两个微观视角分析了外资持股影响企业国际化经营的中介效应,不仅丰富了外资股东参与公司治理的相关理论,并为当前外国投资者相关政策的完善提供了经验证据,因而具有一定的理论价值和实践意义。

一　理论分析与研究假说

(一)外资持股与企业国际化经营

资源基础论认为,企业独特的竞争优势来源于其拥有的异质性资源。相较于其他资源,外资股东作为异质性特征最为明显的资源,理应对企业国际化经营产生非常重要的影响。通常而言,一方面,外资股东因为其海外身份属性往往会提高企业对海外市场的整体认知程度,以此对企业国际化管理经验产生重要补充;同时,由于外资股东通常拥有更多的海外市场商业联系与关系纽带,能为企业进行国际化扩张提供良好的认知基础,以此提升企业国际化经营的动力和效果。另一方面,除去外资股东本身的资源属性,作为企业的战略投资者,其通常被寄予希望引进企业乃至本国尚为缺少的技术资源、管理经验、品牌资源、外部资金等关键资源,从而为企业既定的国际化战略服务,提升国际化经营能力②。

还有,信息不对称问题在进行跨国经营或开

收稿日期:2020-07-20
基金项目:重庆市社科规划项目(2018YBJJ032);国家自然科学基金重点项目(71232004)
作者简介:彭程(1978—),男,湖南娄底人,博士,教授,主要从事国际会计与公司财务研究。

①Wach K. "Exploring the Role of Ownership in International Entrepreneurship: How does Ownership Affect Internationalisation of Polish Firms?" *Entrepreneurial Business & Economics Review*, 2017, 5(4):205-224.

②Wach K. "Exploring the Role of Ownership in International Entrepreneurship: How does Ownership Affect Internationalisation of Polish Firms?" *Entrepreneurial Business & Economics Review*, 2017, 5(4):205-224.

展国际业务的企业中往往显得尤为突出,如若能够降低跨国经营中的信息不对称水平,企业国际化经营的效果将会得到较大幅度提升。根据企业国际化乌普萨拉理论,企业往往倾向于对那些与自身文化背景、商业环境等相似的目标,即对与自身"心理距离"较短的目标地进行国际化扩张①。所以,如若企业能够引入外资股东,其在外资股东母国进行业务拓展时,会因为外资股东对业务目标国语言文化环境、商业环境、制度环境等存在高度的认可和熟悉度,从而缩短"心理距离",信息不对称问题也会因此大为下降,从而有利于促进企业国际化经营。

综合上述分析,可以提出假说 1:外资持股会对企业国际化经营产生正向影响。

(二)外资持股、技术研发与企业国际化经营

现有文献表明,企业研发活动除了会受到内在动机驱动外,还会受到外部条件约束,而外资股东的进入通常会缓解多方面的外部约束而促进企业技术研发。一是缓解技术约束。现有研究表明,外资股东通常依附于先进的国际企业并携带着先进的知识储备和技术理念,从而提高企业技术模仿和学习能力,促进知识学习和资源转移,以此缓解企业的技术约束②。二是缓解市场约束。大部分企业外资股东都来自于市场经济发达的国家,具有较强的技术创新项目市场化能力,能够有效地促进国内企业技术优势与市场渠道的结合,从而缓解技术创新的市场约束,引导企业的技术创新。三是缓解资金约束。外资股东的加入首先会直接为企业创新投资提供相应的资金支持。同时,外资股东进入中国企业通常会经过长期审慎的思考,一般会选择优秀的企业进行投资。所以,外资股东的进入往往会向外界传递一种积极的信号,从而起到示范作用,吸引更多其他渠道的资金,缓解企业包括研发投入方面的资金约束。四是提升治理水平。外资股东的引入不仅会改变公司现有的股权结构,而且会通过各种方式影响企业董事会及管理层的决策行为,从而改善企业的治理水平,并提升企业技术创新动能③。由此可见,外资股东的进入会促进企业的研发投入,丰富企业的创新活动。

新新贸易理论认为,企业国际化经营绩效主要取决于生产效率的高低,那些生产效率高的企业会着力拓展国外市场,而生产效率偏低的企业则会被迫离开国外市场并专注于国内市场的经营④。现有研究表明,企业研发投入是提高生产效率的重要因素⑤。首先,研发投入会直接促进企业技术更新,从而降低成本或提高产出,提高全要素生产效率;其次,研发投入能够通过学习效应形成特定的知识积累,并提高企业吸收本领域或其他领域先进技术成果的能力,从而间接地提升企业技术改进动能和生产效率。此外,"国际生产折衷理论"认为,所有权优势是影响企业国际化经营的三大决定性因素之一。而所有权优势是指企业拥有或可以得到的那些外国企业不能获得的专属资产,如专利技术等。因此,企业技术研发和创新投资会因为其在专利、技术上的累积效应,对企业所有权优势产生重要的提升作用,确保企业在国际市场上的独特竞争力⑥,并对企业国际化经营形成正向提振⑦。

综合上述分析,可以提出假说 2:技术研发是外资持股影响企业国际化经营的作用路径,即技术研发能为外资持股影响企业国际化提供助力。

(三)外资持股、国际高管与企业国际化经营

前文分析表明,为缓解信息不对称带来的问题,外资股东通常会倾向于在董事会增派董事或聘请四大会计师事务所作为外部审计等方式,以

①Johanson J. "The internationalization process of the firm :A model of knowledge development and increasing foreign market commitment", *Journal of International Business Studies*, 1977, 8(1):23-32.

②Luo Y, Tung R. L. "International expansion of emerging market enterprises: A springboard perspective", *Journal of International Business Studies*, 2007, 38(4):481-498.

③丁潇君,杨秀智,徐磊:《国际化董事会、研发操纵与创新绩效》,《财经论丛》2020 年第 5 期。

④Piperopoulos P., et al. "Location choices and innovation performance of emerging market enterprises", *Research Policy*, 2018(1): 232-240.

⑤李林,高严瑞,何建洪:《我国企业战略的技术导向性与国际化研发——国际化研发强度视角下的分析》,《企业经济》2018 年第 6 期。

⑥朱兰亭,杨蓉:《研发投入、技术创新产出与企业国际竞争力——基于我国高新技术企业的实证研究》,《云南财经大学学报》2019 年第 7 期。

⑦郑小碧:《跨国创业导向、技术创新能力与天生全球化企业国际化绩效》,《科研管理》2019 年第 10 期。

完善公司治理结构,保障自身利益不受损失①。在这些治理行为优化过程中,外资股东往往也会体现出一定的母国文化偏好,以此尽可能避免董事派驻或高管任命过程中产生新的信息不对称问题。因此,大多数外资股东进入企业后,在派驻董事、任命高管时,也极有可能会出于缓解信息不对称的目的,倾向于选择那些与自身信息成本和交流成本相对较低,即在本国社会文化圈层内具备一定经历或经验的董事或高管,从而推动企业高管的国际化。

同时,由于企业国际化经营往往涉及到对海外市场条件、跨国管理运作模式以及语言文化环境的综合理解,因此具备一定海外工作、生活或学习经历的高管通常能够在一定程度上补充企业高管团队对组织外部的认知水平,从而在企业的国际化经营中发挥积极的作用②。一方面,国际化高管因为拥有广阔的国际视野,熟悉并掌握着先进的技术能力和商业模式,对不同国家管理思想、文化理念有更深的认识和理解,在与相关国家进行交流沟通时具有更为突出的能力,因此能对企业国际化经营绩效产生促进作用。另一方面,国际化高管作为高管团队的重要组成部分,其拥有的社会资本通常可以产生溢出效应,帮助团队成员快速获取外部关键性资源,提高整体团队的竞争优势,提升企业包括国际化经营在内的运营效率。基于此,国内外大部分学者都证实了国际高管的聘任会对企业国际化经营能力或效率产生显著的正向作用③④。

综合上述分析,可以提出假说 3:国际高管聘任是外资持股影响企业国际化绩效的作用路径,即国际高管能为外资持股影响企业国际化提供有效加持。

二　研究设计

(一)实证数据

本文的实证分析将以 2010~2018 年中国 A 股上市公司为样本,并对样本做了如下筛选和处理:第一,剔除了样本期间内被特殊处理的公司,因为 ST 公司的财务数据通常会存在异常波动;第二,考虑到银行、证券、保险类上市公司经营的特殊性,剔除金融类上市公司;第三,剔除数据缺失的样本。考虑到实证过程中滞后变量的影响,本文最后共获到 14 687 个观测样本。文章所有数据均来自于 WIND、CCER 与 CSMAR 数据库。此外,文章对涉及的样本数据都在 1% 的水平上进行了缩尾处理。

(二)变量设计

1.被解释变量

国际化水平。对于国际化水平的衡量,Tseng 等学者认为,海外销售收入的占比能够在一定程度上刻画企业在国际化经营过程中产生的效果⑤。因此,我们选取海外销售收入相对于主营业务收入的占比对企业国际化经营水平进行测度。

2.解释变量

外资持股。本文的主要解释变量是外资股东持股比例。考虑到多数上市公司的信息披露只提供前十大股东信息,本文将上市公司披露的前十大股东中境外法人、个人以及金融机构等持股比例之和作为外资持股水平。此外,本文还对数据进行了如下剔除处理:由于香港中央结算公司是香港众多散户的持股集合,无法对上市公司的治理产生显著性的影响,将其持股比例予以剔除;剔除我国中央企业在境外设立的子公司,如招商局国际(中国)投资有限公司等外资持股样本,因其本质上为境内资本的延伸,属于我国境内股东持股范畴。

3.中介变量选取

(1)技术研发。根据我国企业会计准则,企业技术研发的支出包括资本化支出和费用化支出两类。两类研发支出从经济活动本身看,都是为了增加企业技术研发强度、改善企业技术水平而消耗的经济资源,二者的区别主要存在于是否会对企业当期利润产生影响。因此,本文将研发投

①步丹璐, 屠长文:《外资持股、制度环境与审计质量》,《审计研究》2017 年第 4 期。

②郝云宏,左雪莲:《管理层权力、TMT 网络与高管薪酬》,《商业经济与管理》2018 年第 7 期。

③Kirca A. H., Hult G. T. M., Deligonul S. "A Multilevel Examination of the Drivers of Firm Multinationality: A Meta-Analysis", *Journal of Management*, 2012, 38(2):502-530.

④王雪莉, 马琳, 王艳丽:《高管团队职能背景对企业绩效的影响:以中国信息技术行业上市公司为例》,《南开管理评论》2013 年第 4 期。

⑤Tseng C. H., Tansuhaj P., Hallagan W. "Effects of firm resources on growth in multinationality", *Journal of International Business Studies*, 2007, 38(6):961-974.

入定义为企业当年费用化研发支出与资本化研发支出总和,并用资产总额进行标准化处理。(2)国际高管。对于高管团队的构成,现有文献尚未形成有效共识。其中,部分学者从狭义的角度定义了企业高管,并将 CEO、CFO 以及其他高级管理人员定义为高管团队;另外一部分研究则从广义的角度定义了高管团队,并认为董事、监事和高级管理人员都应定义为企业的高管。本文认为,由于目前上市公司普遍存在董事与高管互相兼任的情况,在研究企业管理团队整体特征对企业经营情况的影响时,不应将企业的董事、监事和高级管理人员进行严格的区分。因此,本文将董事、监事和高级管理人员定义为企业的高管团队,并将具有海外工作或海外求学经历的高管定义为国际高管。

4.控制变量

参照现有学者关于企业国际化的研究①,本文将影响公司国际化经营的控制变量分为公司治理变量(具体包括独立董事占比 *IndDir*,高管持股比例 *ManSh*,高管薪酬 *HWage*、两职合一 *Dual*、股权集中度 *First*、最终控制人性质 *SOE*、公司特征变量(具体包括资本密集度 *CI*、盈利能力 *ROA*、资产负债率 *Lev*、公司规模 *Size*、上市年龄 *Age*、交叉上市 *ABH*)以及行业虚拟变量 *Industry* 和年度虚拟变量 *Year*。

表 1　变量定义表

	变量名称	变量符号	变量定义
因变量	国际化水平	*FSTS*	海外销售收入/营业收入
自变量	外资持股	*Foreign*	前十大股东中具有外资性质的股东持股比例之和
中介变量	技术研发	*RD*	研发费用/资产总额
	国际高管	*IntMan*	具有国际化特征的高管人数除以总高管团队人数
控制变量	独立董事占比	*IndDir*	独立董事人数/董事会人数
	高管持股	*ManSh*	管理层持股数/总股数
	高管薪酬	*HWage*	Ln(金额最高的前三名董事薪酬总额)
	两职合一	*Dual*	若公司的董事长与总经理由同一人担任,赋值为 1,否则赋值为 0
	股权集中度	*First*	第一大股东持股数/总股数
	最终控制人	*SOE*	若上市公司最终控制人为国有,赋值为 1,否则赋值为 0
	资本密集度	*CI*	Ln(资产总计/员工人数)
	盈利能力	*ROA*	净利率 * 2/(资产总计期初额+资产总计期末额)
	资产负债率	*Lev*	期末负债总额/期末资产总额
	公司规模	*Size*	平均资产总额的自然对数
	上市年龄	*Age*	企业上市至第 t 年的年数
	交叉上市	*ABH*	若同时在 B 股或 H 股上市,赋值为 1,否则赋值为 0
	行业特征	*Industry*	按照中国证监会行业分类标准(2012),涉及 18 个行业,设置 17 个虚拟变量
	年度	*Year*	涉及 8 个年度,设置 7 个虚拟变量

(三)模型构建

为了验证外资持股对企业国际化经营的影响效果与机理,本文构建了以下回归模型。其中,模型 1 用以检验外资持股与企业国际化经营的总体关系。按照中介效应分析方法,文章进一步构建了模型 2~模型 5,用以检验技术研发、国际高管是否是外资持股影响企业国际化绩效的中介路径。值得指出的是,在外资持股与企业国际化经营之间以及外资持股与技术研发或国际高管之间也许存在双向内生性问题。为了较好地避免这一问题的影响,同时考虑到外资股东相关作用的现实时滞,文章对外资持股进行了滞后期处理。

$$FSTS = \alpha_0 + \alpha_1 Foreign_{t-1} + \alpha_2 IndDir_{t-1} + \alpha_3 ManSh_{t-1} + \alpha_4 HWage_{t-1} + \alpha_5 Dual_{t-1} + \alpha_6 First_{t-1} + \alpha_7 SOE_{t-1} + \alpha_8 CI_{t-1} + \alpha_9 ROA_{t-1} + \alpha_{10} Lev_{t-1} + \alpha_{11} Size_{t-1} + \alpha_{12} Age_{t-1} + \alpha_{13} ABH_{t-1} + \delta_1 Industry + \pi_1 Year + \varepsilon_1 \quad (模型 1)$$

$$RD = \beta_0 + \beta_1 Foreign_{t-1} + \beta_2 IndDir_{t-1} + \beta_3 ManSh_{t-1} + \beta_4 HWage_{t-1} + \beta_5 Dual_{t-1} +$$

①刘中燕,周泽将:《研发投入促进了企业国际化经营吗?》,《中央财经大学学报》2018 年第 5 期。

$$\beta_6 First_{t-1} + \beta_7 SOE_{t-1} + \beta_8 CI_{t-1} + \beta_9 ROA_{t-1} + \beta_{10} Lev_{t-1} + \beta_{11} Size_{t-1} + \beta_{12} Age_{t-1} + \beta_{13} ABH_{t-1} + \delta_2 Industry + \pi_2 Year + \varepsilon_2 \quad (模型 2)$$

$$FSTS = \gamma_0 + \gamma_1 Foreign_{t-1} + \gamma_2 RD_{t-1} + \gamma_3 IndDir_{t-1} + \gamma_4 ManSh_{t-1} + \gamma_5 HWage_{t-1} + \gamma_6 Dual + \gamma_7 First_{t-1} + \gamma_8 SOE_{t-1} + \gamma_9 CI_{t-1} + \gamma_{10} ROA_{t-1} + \gamma_{11} Lev_{t-1} + \gamma_{12} Size_{t-1} + \gamma_{13} Age_{t-1} + \gamma_{14} ABH_{t-1} + \delta_3 Industry + \pi_3 Year + \varepsilon_3 \quad (模型 3)$$

$$IntMan = \beta_0 + \beta_1 Foreign_{t-1} + \beta_2 IndDir_{t-1} + \beta_3 ManSh_{t-1} + \beta_4 HWage_{t-1} + \beta_5 Dual_{t-1} + \beta_6 First_{t-1} + \beta_7 SOE_{t-1} + \beta_8 CI_{t-1} + \beta_9 ROA_{t-1} + \beta_{10} Lev_{t-1} + \beta_{11} Size_{t-1} + \beta_{12} Age_{t-1} + \beta_{13} ABH_{t-1} + \delta_4 Industry + \pi_4 Year + \varepsilon_4 \quad (模型 4)$$

$$FSTS = \gamma_0 + \gamma_1 Foreign_{t-1} + \gamma_2 IntMan_{t-1} + \gamma_3 IndDir_{t-1} + \gamma_4 ManSh_{t-1} + \gamma_5 HWage_{t-1} + \gamma_6 Dual + \gamma_7 First_{t-1} + \gamma_8 SOE_{t-1} + \gamma_9 CI_{t-1} + \gamma_{10} ROA_{t-1} + \gamma_{11} Lev_{t-1} + \gamma_{12} Size_{t-1} + \gamma_{13} Age_{t-1} + \gamma_{14} ABH_{t-1} + \delta_5 Industry + \pi_5 Year + \varepsilon_5 \quad (模型 5)$$

据中介效应检验程序,当回归分析结果的 α_1 不显著时,此时主效应不存在,应结束中介效应检验程序;当回归结果中 α_1 显著,且 β_1、γ_1 及 γ_2 中至少有一个不显著时,需进一步做 Sobel 检验,若 Sobel 检验结果显著则表明存在部分中介效应;当回归结果中 α_1、β_1、γ_1 及 γ_2 均显著,则说明部分中介效应直接成立;当回归结果中 α_1、β_1、γ_2 都显著,但是 γ_1 显著,此时说明变量之间存在完全的中介效应。

三　实证分析

(一)描述性统计

表 2 列出了核心变量的描述性统计结果。考虑到外资持股企业可能在国际化绩效、研发投入、高管聘用等指标上的独特性,表 3 进一步将样本分为外资组和普通组,并分别用 t 检验和 Mann-Whitney U 检验分析了两组样本均值和中位数的差别。结果显示,企业国际化绩效变量 FSTS,外资组的均值和中值均大于普通组,两种差异均在 1%的水平上显著,说明外资持股企业确实有可能具有更高的国际化绩效,初步验证了假说 1。研发投入 RD,外资持股企业同样高于普通企业,但是没有通过显著性检验,外资股东在研发投入上的独特作用并未得到完全的印证。高管国际化变量 Overseas,外资持股企业都显著高于普通企业,从而说明外资持股企业具有更强的国际高管聘用动力和能力,初步展现外资股东带来了新的治理理念和新的管理视野,并在国际高管的聘用上展现出独有的优势。

表 2　基于整体样本的核心变量描述性统计

变量名称	样本数	均值	标准差	最小值	最大值
FSTS	14 687	0.148	0.213	0	0.887
Foreign	14 687	4.013	11.27	0	63.78
RD	14 687	0.021	0.017	0.000 1	0.097
IntMan	14 687	0.106	0.128	0	0.625

表 3　基于分样本的核心变量描述性统计

变量名称	均值			中位数			样本数	
	组 1 外资组	组 2 普通组	组 1 vs 组 2	组 1 外资组	组 2 普通组	组 1 vs 组 2	组 1 外资组	组 2 普通组
FSTS	0.188	0.136	(12.28***)	0.078	0.035	(11.997***)	3 373	11 314
RD	0.021 3	0.021 0	(1.032)	0.018	0.018	(1.183)	3 373	11 314
IntMan	0.148	0.093	(21.96***)	0.107	0.067	(20.24***)	3 373	11 314

注:***、**、*分别表示均值或中位数在 1%、5%和 10%的水平上显著不等。以下表 4~表 9 同上。

(二)回归结果分析

1.外资持股对企业国际化经营的直接效应分析

表 4 利用整体样本在最小二乘法下对模型 1 进行了回归检验。表中结果显示,外资持股的回归系数为正,且在 1%的水平下显著。结果说明,从整体上外资持股能显著地促进企业国际化水平的提升,假说 1 得以证实。此外,管理层持股和管理层薪酬都能正向地促进企业国际化经营,从而表明作为内部人,企业管理者在激励相容情形下会充分挖掘潜力,拓展国际市场,以此提高企业的经营业绩。企业董事长和经理两职合一也会正向提高企业的国际化经营业绩,说明两职合一会降低管理层委托代理问题,提高管理层决策效率,使

企业表现出更高的经营进取性。同时,两职合一会强化董事会深度与广度资本,从而为国际市场拓展提供良好条件,最终促进国际化经营①。此外,如果第一大股东股权集中度高或者最终控制人为国有,企业会有较低的国际化经营意愿,一方面也许说明在股权集中度较高或国有控制的情形下,企业更加倾向于深耕本国市场,另一方面也许是因为受公司主体多元化程度不高的影响,难以获取足够的人才或市场资源,以更好地拓展国际市场。资本密集度越高,企业国际化倾向则更低,一方面说明我国在高技术产业的出口具有较低的国际市场竞争力,另一方面验证了关于劳动密集型企业更可能出口,资本密集型企业更可能对外投资的观点②。ROA 与国际化经营显著负相关,说明企业盈利能力高反而不愿意将业务触角伸向具有一定风险的国际市场,从而回避国际化扩张,表现出国际化经营的惰性。杠杆水平与国际化经营负相关,表明负债带来的财务风险,限制了企业进一步涉足风险相对偏高的国际市场的动力。上市年限与国际化经营负相关,说明随着企业上市时间的增加其国际化经营水平反而会下降,这也许是随着企业上市年龄的增加,公司优势地位日趋明显,对本土市场的掌控也日益牢固,从而导致本土收入比重日趋上升。

表 4　外资持股与企业国际化经营

	最小二乘法回归结果				工具变量回归结果			
	系数	T 值	系数	T 值	系数	T 值	系数	T 值
Foreign	0.002 3***	15.10	0.001 7***	10.69	0.038 1***	8.71	0.051 8***	5.79
IndDir			−0.018 2	−0.56			−0.012 3	−0.14
ManSh			0.020 7**	2.08			0.521 1***	5.57
HWage			0.174 1***	11.73			0.199 6***	2.47
Dual			0.022 2***	5.74			0.002 1	0.19
First			−0.000 7***	−5.53			−0.004 0***	−5.81
SOE			−0.023 6***	−4.05			−0.110 0***	−3.75
CI			−0.040 6***	−15.62			0.013 5	1.06
ROA			−0.261 2***	−7.43			−0.503 4***	−4.98
Lev			−0.032 0***	−2.82			−0.117 6***	−2.87
Size			0.019 2***	9.07			0.022 6**	2.35
Age			−0.003 2***	−8.93			−0.018 2***	−4.68
ABH			−0.004 7	−0.53			−0.755 8***	−5.54
常数项	0.139 2***	75.05	0.332 9***	6.01	−0.25	0.806	0.242 0*	1.91
行业	控制		控制		控制		控制	
年度	控制		控制		控制		控制	
样本数	14 687		14 687		14 687		14 687	
Adj R-squared	0.015 2		0.088 3					
Wald chi2(1)					75.80		148.82	
Prob	0.000 0		0.000 0		0.000 0		0.000 0	

考虑到企业国际化经营可能对外资持股的反向因果关系,本文采用了滞后期外资持股对国际化经营的影响。为更好地论证分析结论,本文进一步借鉴现有文献的做法,以同行业内其他公司外资持股比例均值作为工具变量,以克服潜在的内生性问题③④。通过两阶段最小二乘法进行回归发现,第一阶段工具变量联合显著性检验中 F 统计量大于 10,且豪斯曼检验 p 值小于 1%,说明工具变量法比较合适。表 4 中进一步呈现了工具变量方法下的回归结果,结果进一步支持了外资持股对国际化经营的正向作用。

综上,外资持股对企业国际化经营存在直接效应。

2.外资持股对企业国际化经营的中介效应分析:技术研发的视角

表 5 进一步对模型 2 和模型 3 进行了实证检

①孙慧,任鸽:《董事会深度与广度资本能促进企业国际化战略吗? ——基于两职合一调节作用的分析》,《南京审计大学学报》2019 年第 4 期。

②叶娇,赵云鹏,和珊:《生产率、资本密集度对企业国际化模式选择决策的影响》,《统计研究》2018 年第 1 期。

③权小锋,吴世农,尹洪英:《企业社会责任与股价崩盘风险:“价值利器”或“自利工具”?》,《经济研究》2015 年第 11 期。

④魏熙晔,等:《外资持股降低了股票交易成本吗》,《中央财经大学学报》2020 年第 5 期。

验,由此分析外资持股基于技术研发的中介效应。表中结果显示,模型 2 中外资持股对企业研发投入的回归系数非常小,且未能通过显著性检验,说明外资持股并没有对我国上市公司的研发投入产生显著影响。之所以如此,也许是因为技术竞争、转让限制而形成的技术封闭等原因,未能让外资股东成为有效缓解企业技术约束的重要力量。同时,也有可能是因为我国证券市场经过较长时期的发展,为上市公司提供了足够的资金和治理约束,使企业自主研发达到了一定的水平,从而导致外资持股并不能显著提高企业研发投入的现象。模型 3 检验的是外资持股、技术研发以及企业国际化经营之间的总效应。回归结果显示,外资持股与研发投入均对企业国际化经营产生了显著的正向作用。其中,技术研发对企业国际化经营的回归系数为 0.829 9,并在 1%的水平上显著,说明技术研发确实能促进企业的国际化经营。

表 5　基于技术研发中介效应的检验结果

Panel A: 回归结果				
变量	模型 2: *RD*		模型 3: *FSTS*	
	系数	*t* 值	系数	*t* 值
Foreign	0.000 01	1.35	0.001 7***	10.63
RD			0.829 9***	7.63
IndDir	0.003 0	1.26	−0.020 7	−0.64
ManSh	0.000 5	0.72	0.020 2**	2.04
HWage	−0.002 4**	−2.18	0.176 1***	11.89
Dual	0.000 9***	3.14	0.021 5***	5.55
First	−0.000 1***	−6.35	−0.000 6***	−5.14
SOE	0.001 8***	4.22	−0.025 1***	−4.33
CI	−0.004 4***	−22.66	−0.036 9***	−13.98
ROA	0.046 0***	17.30	−0.299 4***	−8.45
Lev	−0.002 9***	−3.46	−0.029 5***	−2.61
Size	−0.000 3*	−1.87	0.019 4***	9.20
Age	−0.000 2***	−7.38	−0.003 0 ***	−8.46
ABH	0.001 3**	1.98	−0.005 8	−0.66
常数项	0.091 1***	21.67	0.257 3***	4.58
行业	控制	控制	控制	控制
年度	控制	控制	控制	控制
样本量	14 687		14 687	
F 值	130.89		40.09	
Adj R^2	0.246 6		0.091 8	
Panel B: Sobel-Goodman 中介效应检验结果				
	系数	标准差	Z 值	P>|Z|
Sobel	0.000 01	0.000 01	1.327	0.184 5
Goodman-1(Aroian)	0.000 01	0.000 01	1.316	0.188 2
Goodman-2	0.000 01	0.000 01	1.338	0.180 9
中介效应占比	0.007 9			

为进一步检验技术研发的中介效应,本文进一步对回归模型做 Sobel 检验,以检验技术研发是否是外资持股影响企业国际化经营的中介变量。根据表 5 中 Sobel 检验的结果,统计量 Sobel、Goodman-1(Aroian)以及 Goodman-2 均未能达到统计意义的显著。因此,技术研发在外资持股与企业国际化之间并不存在中介效应,技术研发未能为外资持股影响企业国际化经营提供的中间助力。假说 2 未能得到证实。这一结果表明,企业技术研发确实会对国际化经营产生正向作用,注重研发投入和技术创新能为企业带来更强的国际竞争力,从而推动国际化经营。然而,在现实中通常被寄予厚望的外资股东,并没有通过提升企业研发投入促进国际化水平的提高。其原因也许源自于以下几点:首先,我国经济的发展已较好地推动了企业的技术发展,对部分企业而言,外资股东在一定程度上已不再是先进技术的代名词,并没有影响我国企业研发投入的绝对必然性;其次,即

便拥有核心技术,外资股东出于技术保护原因,并未对我国企业技术创新产生显著的推动作用;最后,长期以来,我国企业通常能够借助低成本优势在市场上获取竞争优势,即便外资股东进入,也未必愿意通过改善治理效率、提高创新意识推动企业研发投入,以达到改善企业国际化经营的效果。

3.外资持股对企业国际化绩效的中介效应分析:国际高管的视角

表 6 进一步检验了模型 4 和模型 5 关于高管国际化的中介效应。模型 4 检验了外资持股对国际高管雇佣的影响。结果表明,外资持股对高管国际化的作用系数为 0.002 2,说明外资持股能显著促进企业高管国际化。模型 5 检验的是外资持股、国际高管以及企业国际化经营之间的总效应。结果表明,外资持股与国际高管均对企业国际化经营产生显著的正向作用。由此可知,国际高管在外资持股影响企业国际化经营的关系中存在部分中介作用,国际高管在外资持股正向影响企业国际化经营的过程中起到了有效的加持,假说 3 得到证明。

表 6　基于国际高管中介效应的检验结果

Panel A:回归结果				
变量	模型 4:*IntMan*		模型 5:*FSTS*	
	系数	*t* 值	系数	*t* 值
Foreign	0.002 2***	23.75	0.001 2***	7.39
IntMan			0.237 3***	16.61
IndDir	0.018 0	0.97	-0.022 4	-0.70
ManSh	0.021 4***	3.76	0.015 6	1.59
HWage	0.119 8***	14.09	0.145 6***	9.84
Dual	0.011 0***	4.98	0.019 6***	5.11
First	-0.000 5***	-7.57	-0.000 5***	-4.54
SOE	-0.017 1***	-5.13	-0.019 5***	-3.38
CI	-0.000 1	-0.08	-0.040 6***	-15.76
ROA	0.051 9***	2.58	-0.273 5***	-7.86
Lev	-0.021 4***	-3.31	-0.026 9**	-2.39
Size	0.014 4***	11.86	0.015 8***	7.49
Age	-0.002 2***	-10.90	-0.002 6***	-7.48
ABH	0.033 3***	6.53	-0.012 6	-1.43
常数项	-0.190 0***	-5.98	0.378 0***	6.87
行业	控制	控制	控制	控制
年度	控制	控制	控制	控制
样本量	14 687		14 687	
F 值	85.21		46.39	
Adj R^2	0.175 0		0.105 1	
Panel B:Sobel-Goodman 中介效应检验结果				
	系数	标准差	Z 值	P>|Z|
Sobel	0.000 52	0.000 038	13.61***	0
Goodman-1(Aroian)	0.000 52	0.000 038	13.61***	0
Goodman-2	0.000 52	0.000 038	13.62***	0
中介效应占比	0.302 1			

为进一步检验高管国际化中介效应的程度,表 6 对国际化高管变量进行了中介效应 Sobel 检验。结果发现,检验中介效应的统计量 Sobel、Goodman-1(Aroian)以及 Goodman-2 均显著,进一步验证了中介效应的存在性,且中介效应占比为总效应的 30.21%。也就是说,外资持股对企业国际化经营的影响中,有 30.21%是通过国际高管的聘用形成的。

(三)进一步检验

1.基于技术研发投入类型的进一步检验

前文有关于技术研发的度量采用的是企业费用化和资本化研发投入的总和,并从总体概貌上

研究研发投入的相关效应。然而,事实上企业在研究项目上通常分为两类。一类是企业取得的作为无形资产确认的正在进行中的研究开发项目,另一类是具有计划性和探索性的,为进一步开发活动进行资料准备及相关准备的活动,能否转入开发、开发后能否形成无形资产具有较大的不确定性。按照新的会计准则,对于符合特定条件的第一类项目是可以进行资本化的,第二类项目则只能以管理费用的形式计入损益。也就是说,前文的研究无法区分企业开发性研发投入和探索性研发投入的相关效应。为此,我们将进一步区分费用化研发投入和资本化研发投入对模型 2 和模型 3 进行检验。

表 7 呈现了费用化研发投入和资本化研发投入在外资持股影响国际化经营中的相关机理。与前文结论不一样,外资持股会在 10%的显著性水平上对企业费用化研发投入产生促进作用,但是研发投入未能对企业国际化经营产生显著影响。这一结论表明,外资持股会增加费用化研发支出,支持企业探索式研发,从而为企业未来原创性技术创新或无形资产的增加铺垫基础。这也许是外资股东的引入,有助于拓宽企业的经营视野,放远企业的战略目光,着力于加大基础性研究的投入。而由于探索式研发未能给企业带来现实生产力,从而不能对国际市场竞争力以及国际化经营产生显著的促进作用。对于资本化研发投入,与前文结论相似,外资持股并没有产生显著的促进作用。不一样的是,研发投入会对企业国际化经营产生显著的抑制作用,从而说明企业资本化研发投入并没有给企业带来应有的竞争力。其原因也许在于,我国企业在研发投入资本化处理中普遍存在盈余管理动机①,从而在降低企业盈余披露质量的同时,削弱了企业通过积极作为夯实财务基础的动力,并对企业国际化经营产生不利影响。

表 7　基于费用化、资本化研发投入的检验结果

变量	费用化研发投入情形		资本化研发投入情形	
	模型 2:*RD*	模型 3:*FSTS*	模型 2:*RD*	模型 3:*FSTS*
Foreign	0.007 7*	0.001 7***	0.000 01	0.001 7***
	(1.87)	(10.67)	(1.63)	(10.72)
RD		0.000 3		−0.479 9**
		(1.01)		(−2.23)
控制变量	是	是	是	是
样本量	14 687	14 687	14 687	14 687
F 值	5.6	38.43	8.58	38.54
Adj R^2	0.001 4	0.088 3	0.018 7	0.088 5

2.基于境外交叉上市的进一步检验

考虑到境外资本市场在财务审核、信息披露、市场监管等方面的差异,外资持股对企业投资的积极性会有所不同。同时,受国内资本市场开放程度的影响,外资投资国内企业的便利性也存在差异。所以,对于在境外交叉上市的企业而言,外资持股的动力和动机应有所不同,从而对企业产生不一样的治理作用,导致企业在研发投入、高管聘用以及国际化经营等方面表现出差异化特征。为此,本文将样本区分为是否在境外交叉上市,并对上述模型进行再次检验(见表 8)。结果显示,无境外交叉上市情形与总体样本结果没有明显变化。仅外资持股对研发投入的影响从整体样本下的不显著转为显著为正,但是经检验,其中介效应占比并不明显,只占总体效应的 0.7%。对于境外

表 8　基于境外交叉上市的进一步检验结果

变量	境外交叉上市情形				境外交叉上市情形			
	模型 2: *RD*	模型 3: *FSTS*	模型 4: *IntMan*	模型 5: *FSTS*	模型 2: *RD*	模型 3: *FSTS*	模型 4: *IntMan*	模型 5: *FSTS*
Foreign	−0.000***	−0.002**	0.001***	−0.002***	0.000**	0.002***	0.002***	0.001***
	(−3.20)	(−2.15)	(2.77)	(−3.06)	(2.37)	(11.88)	(23.55)	(8.79)
RD		1.963***				0.819***		
		(2.68)				(7.49)		
IntMan				0.234***				0.232***
				(2.92)				(16.03)
控制变量	是	是	是	是	是	是	是	是
样本量	367	367	367	367	14 320	14 320	14 320	14 320
F 值	6.81	7.52	11.12	7.59	129.06	43.34	76.57	49.36
Adj R^2	0.322 6	0.355 7	0.453 4	0.358 1	0.243 6	0.098 6	0.159 7	0.111 1

①李昊洋,程小可:《投资者调研与创业板公司研发资本化选择》,《财贸研究》2018 年第 3 期。

交叉上市情形看,外资持股对企业国际化经营的影响由正转负,这也许是外资股东并不会特别地在意其市场的分布情况,而只会从整体利润角度对企业经营质量进行判断。相反,外资股东在一定程度会更加关注企业在中国市场的占有情况,因为这是外资股东借此了解中国市场的一个机会,从而为未来进军中国市场奠定基础。进一步看,外资持股会降低企业研发投入,但是研发投入的中介效应不显著;外资持股会促进企业国际高管聘用,且国际高管对企业国际化经营的中介效应依然存在。

四　研究结论与启示

本文以 A 股上市公司为样本,实证检验了外资持股影响企业国际化经营的效果以及作用路径。研究发现,总体上外资持股能有效促进企业国际化经营。同时,研发投入能正向提高企业国际化水平,但外资持股未能显著促进企业技术研发,技术研发并不能为外资持股正向影响企业国际化提供有效助力;国际高管的聘用能显著改善企业国际化水平,外资持股能显著增加国际化高管的聘用,国际高管在外资持股正向影响企业国际化经营中存在部分中介效应,也就是说国际高管能为这一正向作用产生有效加持。

本文的研究能为我国企业积极推进国际化进程、提升国际化效果以及外资持股相关政策的完善提供有益启示。首先,我国企业在国际化进程中应适当引入外资股东,以提高其企业国际化水平。其次,研发投入能促进企业国际化经营,为了获得这一促进效应,企业应着力培植自主研发和自主创新的能力,而不能过度依赖或迷信外资股东为企业带来的创新提振。再次,在国际化经营过程中,企业不仅可以通过外资股东的引入加大高管国际化程度并借此提升国际化经营,对那些无法有效引入外资股东的企业,也可以通过适当提升高管国际化,强化高管团队的建设,以此促进企业国际化经营。最后,在美国等部分西方国家倡导保护主义、单边主义以及强力推动对华经济脱钩的背景下,为创造良好的吸引外资股东的条件,我国应进一步优化营商环境,通过做好国内经济大循环,提振本土企业竞争实力,强化企业对外资股东的吸引力,从而促进企业国际化经营,实现国内国际经济循环的良性互动。

Impact of Foreign Ownership over Enterprise Internationalization Performance

PENG Cheng, HAN Zhi-heng & JIA Xin-yuan

(Research Center for International Business and Economy, Sichuan International Studies University, Chongqing 400031, China)

Abstract: By taking A-share listed companies in China from 2010 to 2018 as samples, this paper empirically studies the impact of foreign ownership on enterprise internationalization performance. From the perspective of R&D expenditure and internationalized top management team (TMT), this paper further studies the intermediary path of foreign ownership affecting the performance of enterprises internationalization. It finds that foreign ownership can significantly improve the performance of internationalization; R&D expenditure can improve the performance of internationalization, but foreign ownership has no significant impact on R&D expenditure, which means R&D expenditure is not the intermediary path of foreign ownership affecting the performance of internationalization. Internationalized TMT would improve the performance of internationalization of enterprises, and foreign ownership will promote the internationalization of TMT, that is, internationalized TMT is the intermediary path of foreign ownership affecting the performance of internationalization of enterprises.

Key words: enterprises internationalization; foreign ownership; R&D expenditure; internationalized TMT

(责任校对　朱春花)