

·专题：国际化与创新创业·

中国企业海外上市：财务融资还是战略布局



□刘嘉琦 李新春

[中山大学 广州 510275]

[摘要] 对比分析了国内上市与海外上市企业之间在资本市场上的表现,结果表明海外上市企业在资本市场的表现并不优于国内上市的企业,从而否定了企业海外上市融资动机的假说。进一步研究发现,海外上市企业在创新投入方面以及吸引海外高端人才方面显著好于国内上市的企业。另外,海外上市企业在开拓国际市场方面也领先于国内上市的企业。这说明,中国企业舍近求远到海外市场上市很可能是出于战略动机的考量。

[关键词] 海外上市; 外来弱性; 财务融资; 战略布局

[中图分类号] F270

[文献标识码] A

[DOI] 10.14071/j.1008-8105(2019)-0004

Why Chinese Firms Listed Abroad: Financing or Strategic Layout?

LIU Jia-qi LI Xin-chun

(Sun Yat-Sen University Guangzhou 510275 China)

Abstract By comparing the performance of domestic and overseas listed companies in the capital market, this paper shows that overseas listed companies do not have a better performance than their domestic counterparts, rejecting the hypothesis of financing motivation of overseas listings. Further research shows that overseas listed companies are significantly better than domestic listed companies in terms of innovation investment and attracting overseas high-end talents. In addition, overseas listed companies have an advantage in the expansion of international market over domestic listed companies. These findings suggest that there are strategic motives for overseas listed Chinese companies.

Key words overseas listed; liability of foreignness; financing; strategic layout

引言

海外上市是指国内企业在海外证券交易所上市,面向海外投资者进行融资的一种行为。随着全球资本市场的加速融合,越来越多的中国企业选择在海外证券市场上市。根据国泰安的数据,截至2013年底,中国企业海外上市数量已达1000多家。

非但在中国,企业在母国以外的资本市场上市,已成为一种全球现象^[1]。企业为什么“舍近求远”到海外上市,成为学术界比较关心的一个话题。国外关于海外上市的理论研究早已展开,并取得一些比较成熟的理论成果。总体来看,这方面的研究主要集中在两个方面,一是研究企业为什么选择海外上市,即探讨海外上市的动因^[2-4];另一方面是研究海外上市的效果^[5-7]。这些研究从不同的视角(如

[收稿日期] 2018-11-12

[基金项目] 国家自然科学基金国际(地区)合作与交流项目“家族企业国际化与创新:基于制度-文化的比较研究”(71810107002);国家自然科学基金面上项目“家族企业二代涉入与国际创业”(71672196)。

[作者简介] 刘嘉琦(1987-)男,中山大学管理学院博士研究生;李新春(1962-)男,中山大学管理学院教授,教育部长江学者特聘教授。

上市地点的选择、上市前后企业绩效的变化等),运用不同的理论(如交易成本理论、信号理论等)得出了许多有意义的研究成果。

虽然众多中国企业纷纷踏上海外上市之路,但是,国内理论界和实务界对该问题却存在较大争议。部分学者认为海外上市不但可以拓宽企业的融资渠道,还可以改善公司治理水平,提高企业管理的科学性、规范性^[8-10]。同时,海外上市也有助于企业开拓国际市场^[11],加快企业的国际化进程。反对的一方则认为,中国企业上市大多存在粉饰业绩、重圈钱、轻治理的通病,海外上市风险性更高^[12],还有学者担心大规模企业海外上市伴随着优质资产境外转移,会导致“国民财富流失”^[13]。针对近年来不少在美上市企业遭遇停牌和摘牌的现象,李维安就海外上市企业在遵守国际规则、防范治理风险方面提出了警告^[14]。

然而,过往关于海外上市的研究主要集中在金融和财务领域,战略管理领域的研究较少,并且很少有研究从制度的角度进行分析。中国企业在进入国际市场尤其是欧美发达市场时面临的最大问题是由制度差异带来的问题。然而,长期以来正式制度(如法律、法规)和非正式制度(如文化、认知)仅仅是作为“背景”条件而被排除在分析范围之外^[15],这导致难以充分、深入地理解企业的战略行为和绩效^[16],在新兴经济国家开展研究时这种不足就更为突出^[17]。因此,运用制度理论来分析中国企业的国际市场战略可能更有说服力。

研究国际商务的学者很早就指出在海外经营的企业将面临外来弱性(liability of foreignness)的问题。同样地,在资本市场也存在这种外来弱性,并且这种外来弱性会给企业带来额外的成本。本文从制度理论的视角分析中国企业海外上市的动机问题,通过实证分析海外上市企业在资本市场的外来弱性问题来质疑海外上市财务动机的观点。通过海外上市在国际市场开拓和资源获取方面的优势来证明海外上市战略动机的观点。

一、文献回顾

上市是企业 在资本市场进行融资的一种行为,上市就是为了融资似乎是一个无需证明的命题。然而,随着全球资本市场的开放融合,企业既可以选择在国内上市也可以选择到海外上市。并且海外上市已经成为一种非常常见的现象,企业海外上市仅仅是为了融资,还是有其他目的?企业这种舍近求

远的行为引起了学者们广泛的关注。因此,海外上市的动机成为一个重要研究议题。该领域的研究由来已久并一直持续至今,这从侧面说明,该问题还没有得到充分的解决。回顾过往的研究,我们可以把海外上市的动机大体分为三类:财务动机、战略动机和其他动机。

(一) 财务动机

该领域的研究主要从海外上市融资成本的角度进行分析,研究者主要来自财务和金融领域。Stapleton和Subrahmanyam是其中的先行者,他们提出了市场分割假说,认为由于制度环境以及信息交流障碍,国际资本市场在很大程度上是分割的,投资者仅能投资本国市场的股票,风险没有得到分散,因此会提高期望的收益水平,导致企业的融资成本较高^[18]。通过海外上市,东道国投资者投资选择多样化,期望收益也随之降低,使得企业融资成本降低。但是随着国际资本市场的开放融合,海外上市企业的数量不减反增,这与市场分割假说相背离。随后,Amihud和Mendelson于1986年提出流动性假说,该理论认为,由于不同地区交易所市场容量和市场规则不同,导致资本流动性有很大差异^[19]。流动性较好的市场,投资者可以迅速完成交易并且不用担心自己的买卖行为导致市场价格的大幅变化。因此,投资者面临的风险较低,进而降低投资的期望收益,企业融资成本随之降低。Foerster和Karolyi证实了该假说的有效性^[20]。

另外,还有学者从企业与投资者信息不对称的角度研究了企业海外上市的财务动机,并提出了投资者认知假说和融资约束假说。投资者认知假说认为,投资者往往投资于自己熟悉的企业,提高对不熟悉企业的期望收益。企业海外上市有利于增进海外投资者对企业的了解,降低投资者的期望报酬,进而降低企业的融资成本^[21]。融资约束假说认为,企业海外上市可以降低企业与投资者之间的信息不对称,更容易获取国际投资者青睐,资本市场来源的多样化,放松了企业的融资约束,减轻对国内资本市场的依赖^[22]。

国内关于海外上市财务动机的研究主要是从中国资本市场环境的角度进行探讨。崔远森认为企业海外上市的主要原因是企业在国内融资比较困难,另外,国内投资者不够成熟以及有限的市场容量也是企业赴海外融资的影响因素^[23]。耿建新等通过对比香港和大陆市场的融资环境发现,国内证券市场高额的上市成本及不稳定的上市进程是导致企业赴港上市的主要原因^[24]。

(二) 战略动机

该领域的研究主要从国际市场开拓和提高企业知名度等角度加以分析。Saudagaran以481家跨国企业(其中223家企业在海外上市)为研究样本,通过对比分析海外销售占比、海外员工占比以及海外资产占总资产的比例,得出扩大海外市场份额和提高企业在海外的知名度是企业海外上市的主要动机^[25]。Dieckhaus认为,企业海外上市对企业的产品具有广告效应,可以提高企业海外销售份额^[26]。Bancel和Mitto通过对海外上市企业问卷调查发现,超过半数的企业认为海外上市可以提高企业的知名度和形象,另外,16.2%的企业认为海外上市有利于企业的国际化战略^[27]。作者进一步指出,在未来境外上市将会由全球化的战略动机驱动,而不是融资动机。

国内学者樊帅等以中国企业500强中的49家海外上市企业为研究对象,结果表明,以国际化为主要目的进行海外上市的企业仅有三家,而以技术获取为主要目的的海外上市企业有四家,融资仍然是海外上市的主要动因^[28]。江燕红以香港上市的中国企业为研究样本,研究发现,海外上市企业比国内上市企业更为依赖国际市场,但是海外上市并没有促进企业的国际化^[29]。针对这一发现,作者在文章的最后指出,相对资本来源的国际化,海外原材料、销售市场、技术和人才的国际化对中国企业的发展具有更深远的意义。

(三) 其他动机

随着时间的推移,越来越多的研究发现,企业海外上市的财务动机在逐渐减弱,公司治理的动机越发明显。并以绑定假说和信号假说作为解释公司治理动机的理论。在投资者保护制度不健全的资本市场,控股股东可能会侵害小股东利益,投资者会提高自己的期望收益水平,进而给企业融资造成困难。Coffee指出,企业在法律监管和投资者保护力度较强的国家上市,潜在地形成了一种“绑定(bonding)”机制,中小股东的利益可以得到较好保护,因而更可能融到资金^[30]。由于股票市场存在信息不对称的问题,来自投资者保护力度较差地区的企业到一个监管和信息披露比较严格的市场上,还会产生信号效应^[31]。好的企业为了避免价值被低估,宁愿选择到监管严格的市场上,而较差的企业到监管严格的市场上会承担很大的风险,因此,没有动机模仿优秀企业的行为,这样好的企业与差的企业达到了分离的状态^[32]。

国内学者王化成等以在港上市的中国企业为研

究样本,研究发现,中国企业海外上市改善了公司治理机制,并进而促进了公司价值的增长^[33]。海外比较发达的交易所,对上市公司都有一套比较成熟的约束与规范机制,海外上市企业按照严格的监管要求进行公司治理和信息披露,有利于规范公司行为,降低不确定性因素带来的风险,有助于企业价值的提升^[10]。田利辉以中银香港为案例,研究了中银香港在海外上市之后,通过海外监管环境和海外市场竞争,成功实现了内部制度变迁,公司治理水平大幅提升^[8]。

二、理论假设

梳理海外上市财务动机的研究可以发现,市场分割假说和投资者认知假说都是从降低信息不对称、便利海外投资者的角度得出企业融资成本降低的结论,但是这仅仅说明了海外上市比国内上市获取国际资本的成本较低而已。更有意义的比较是对比海外上市企业(获取国际资本)与国内上市企业(获取国内融资)的融资成本,或者对比海外上市企业与东道国本土上市企业的融资成本。另外,海外上市财务动机的研究大多是应用经济学理论进行分析。对于来自新兴经济的中国企业来讲,海外上市面临的最大问题是母国与东道国制度差异的问题,资本市场外来弱性的问题长期被忽略,直到最近才引起学者的注意^[7,34]。

(一) 资本市场外来弱性

外来弱性的思想最早可以追溯到1976年,Hymer在研究跨国经营的企业时指出,相比东道国企业,外来企业在获取信息以及取得当地政府和消费者认可等方面面临更多困难^[35]。Hymer把这种跨国经营的竞争劣势称为“异国经营成本”(cost of doing business abroad)。Zaheer则用“外来弱性”来指代这一外国经营的先天劣势,它包括企业在海外经营时相比本地企业所招致的所有额外成本^[36]。后来又有学者把外来弱性导致的成本细分为由地理距离导致的确定性成本以及由制度差异导致的不确定性成本^[37]。

战略管理的学者对企业海外经营面临的外来弱性更多考虑的是产品市场,对要素市场如资本市场和劳动力市场的关注不够^[34]。如果外来弱性问题广泛存在于资本市场,那么进行海外上市的企业融资成本和企业价值将会受到影响。首先,由于不同的证券市场对上市企业的要求及监管程度不同,谋求海外上市的企业首先要了解东道国证券市场的法

律准则,有时还需要聘请专业人员提供帮助。国内学者通过对比中美资本市场上市费用及后期维持费用发现,严格的监管及信息披露机制使得中国企业在美国上市的成本远远高于在国内上市的企业^[38]。因此海外上市的企业可能面临更高的管制成本。其次,由于东道国的投资者对海外上市企业的熟悉程度较差,而获取海外上市企业的信息又比较困难,因此,他们更倾向于投资自己熟悉的本国企业。海外上市企业与东道国投资者之间信息不对称程度较高导致交易无法发生或者交易成本过高。Bell等把这类外来弱性导致的成本称为信息成本(information cost)或陌生成本(unfamiliar cost)。另外,由于文化或制度的差异,发达市场的投资者还可能对来自欠发达市场的企业抱有偏见甚至歧视。与欧美等发达市场相比较而言,中国的法律制度不够健全,对投资者保护力度不够,企业经营管理规范性较差。再加上近年来浑水公司做空中国企业,披露的一些消极信息,很可能令投资者形成一种刻板印象,导致对海外上市的中国企业存在认知偏差。和产品市场一样,资本市场的母国偏见(home bias)也是广泛存在的,这是资本市场外来弱性的又一来源。

综上所述,由于母国与东道国制度文化差异的原因,海外上市企业将面临资本市场外来弱性的问题,显然这会提高海外上市企业的融资成本,企业价值遭到低估。因此,本文提出如下假设:

H1: 相比国内上市的企业,海外上市的企业在资本市场的表现较差。

(二) 国际市场和资源的获取优势

如果海外上市企业面临资本市场外来弱性的问题,那么企业海外上市的融资动机将会受到削弱。另外,随着全球资本市场的逐步开放,投资的贸易壁垒已不复存在,资本的跨区域流动将成为新常态。相对于资本的国际化,原料供应、销售市场、技术和人才的国际化对我国企业的发展具有更深刻的意义^[29]。然而,开拓国际市场、获取国际资源首先要解决企业在产品和要素市场外来弱性的问题。中国和欧美等发达国家之间存在显著的制度差异。当企业或产品进入一个新的市场,市场现存的制度环境将对其合法性产生严重的障碍^[39]。进行跨国经营的中国企业,只有得到东道国制度文化环境的认可,才有可能获得国际合法性^[40]。

新兴经济体的跨国公司在进入发达国家或地区市场时,其制度弱性常常使得其产品和服务缺乏认同,这是对其规范和文化-认知的怀疑,或企业本身的声誉不足。因此,制度合法性首先是要寻求在

组织结构上的同形,并在规制、规范和文化-认知上寻求一致性。显然,通过海外上市而获得发达市场的制度认同是改进制度弱性获取组织合法性的一个重要举措。企业海外上市,通过对正式法律和社会规范的遵从而获得规制和规范合法性。这种合法性的获得有利于取得投资者和合作伙伴的认可。另外,海外上市可以增加企业在境外市场的知名度及境外消费者对企业产品的认同感^[25]。因此,通过海外上市获得发达市场的制度认同,有利于企业开展国际合作,更好地开拓国际市场。海外上市不仅是企业国际化的重要标志,同时,更为一般的意义还在于制度的学习效应。海外证券市场严格的监管制度,有利于企业公司治理规范性的提高。另外,海外机构投资者的加入,还可以优化企业的战略决策。知名度的提高则有利于与当地企业达成合作,进而可以更好地了解海外的市场和客户。

在国内上市的企业要想开拓国际市场、获取国际资源,至少面临两方面的外来劣势:不熟悉和歧视。这种不熟悉或歧视既可能来自当地政府也有可能来自供应商和消费者。而这种不熟悉和歧视性风险都可以归结为企业的合法性缺陷^[41]。而海外上市作为企业合法性构建的手段,可以在一定程度上降低这种缺陷。

市场和国际化资源的获取对中国企业在激烈的国际市场竞争中站稳脚跟至关重要。国际市场的获取可以减轻企业对国内市场的依赖,另外市场范围的扩大还可以使企业取得规模经济和范围经济。在科学技术日新月异的今天以及知识经济时代,人才和技术无疑是最关键的资源。具有国际化背景的人才,其知识、经验和关系网络对企业的国际化经营具有不可估量的价值。而中国产品走出去必须要质量先行,技术创新成为企业保持国际竞争力的先决条件。

如前所述,通过海外上市,可以提高企业的国际合法性,而合法性的获取有利于企业国际化战略的实施。因此,海外上市更可能是由企业的国际化战略所驱动。而企业的国际化战略突出地表现在对国际市场和国际化资源的获取上。因此,本文提出以下假设:

H2a: 相比国内上市的企业,海外上市企业的市场国际化程度更高;

H2b: 相比国内上市的企业,海外上市企业具有更高的创新水平;

H2c: 相比国内上市的企业,海外上市企业国际化高端人才比例更高。

三、实证分析

(一) 样本选取及数据来源

本文的研究对象是中国海外上市的企业, 并以国内上市的企业进行配对比较研究。中国企业海外上市目的地较多, 考虑到不同地区的制度差异, 以及证券市场的发达程度, 本文选取在美国主板(包括纳斯达克、纽约证券交易所以及美国证券交易所)上市的中国企业, 并且排除了其中交叉上市的样本, 这构成了海外上市企业样本。与之配对的样本从中国A股上市的企业中选取。配对的原则是: 行业相同(根据全球行业分类标准代码GICS)、规模相当(综合企业资产和员工数量两项指标)。经过筛选, 除去交易不正常(被标记为ST或not active)、属于金融行业、数据严重缺失以及没有找到合适的配对样本的企业, 最后收集到139对样本, 共计278家企业。

本文数据来源于BvD-OSIRIS全球上市公司数据库以及企业年报, 数据为2013年的横截面数。

(二) 变量定义

根据本文的研究问题和假设, 具体的变量包括因变量——资本市场表现、市场国际化程度、创新水平和国际化人才比例, 自变量——海外上市, 以及一些企业特征和行业相关的控制变量。其中, 为了避免横截面数据的年度误差问题, 因变量及控制变量中的企业绩效、企业规模都采用了企业近三年的均值来衡量。变量解释及具体定义如下:

海外上市: 企业在海外上市则赋值为1, 在国内上市则赋值为0。

资本市场表现: 用流通股市值(取对数)来表示企业在资本市场的表现。流通股市值用企业在证券市场的流通股股数乘以股价来表示, 反映了企业的市场价值及投资者对企业的认可程度, 可以衡量企业的发展前景。

市场国际化程度: 企业国际化程度的衡量指标有很多, 既有单维度的衡量指标也有多维度的衡量指标, 结合研究问题, 用企业海外销售额占总销售额的比重来衡量企业的国际化程度。该指标也是国际商务研究领域比较常用的一项指标。

创新水平: 以研发投入占销售额的比重作为企业的创新指标。不少学者建议采用专利申请授权数量来衡量企业的创新水平, 但是本文认为并非所有发明创新都去申请专利, 不同的行业差异很大, 另外, 申请到的专利未必会应用到实践中, 况且, 专

利申请或授权仍是一种中间产出, 无法体现创新的财务价值。很多学者使用研发投入强度这一间接指标来衡量企业的创新, 该指标数据比较容易获得且可以实实在在地体现在企业的会计报表中。

国际化人才比例: 员工中海外人才的比例可以衡量企业人力资本的国际化程度, 但是企业的高级管理人员对企业的发展影响更大。因此, 本文选取高管中海外人才所占比重作为企业吸引海外高端人才的指标。这里, 我们把海外人才定义为具有海外管理经验或具有海外求学经历的人员。

控制变量: 由于企业的规模和年龄会影响企业的竞争力, 尤其在开拓国际市场、获取国际资源方面, 规模较小和成立年限较短的企业分别会面临小企业弱性(liability of smallness)和新创弱性(liability of newness)。不同的行业对创新的要求不同, 因此创新投入也就不同。高科技行业在创新投入方面显著高于其他行业^①, 因此, 本文把企业分为两类并在回归时加以控制。高科技行业企业根据国家统计局发布的《高技术产业统计分类目录》界定。另外, 由于企业绩效会影响企业在资本市场的表现, 因此绩效水平在进行回归时也要加以控制, 本文以资产回报率(ROA)衡量企业的经营绩效。

表 1 变量测量

变量	测量指标	英文简称
因变量:		
资本市场表现	流通股市值, 取自然对数	MarCap
市场国际化程度	海外销售额占总销售额的比例	FSTS
创新水平	R & D投入占销售收入比例	RD
国际化人才比例	高管中国际化人才比例	IntTMT
自变量:		
海外上市	海外上市为1, 国内上市为0	LisAbr
控制变量:		
企业规模	企业总资产, 取自然对数	Size
企业年龄	2013减去企业成立年份	Age
企业绩效	资产回报率	ROA
行业	高科技行业为1, 否则为0	HiTech

(三) 相关性分析

表2列出了变量的相关系数矩阵。海外上市与流通股市值呈显著负相关, 且系数较大(0.316)。海外上市与海外销售占比、研发投入和高管国际化程度都呈显著正相关, 其中与高管国际化程度相关系数高达0.657。而海外销售占比、研发投入以及高管国际化程度两两之间仅海外销售占比与高管国际化程度呈显著正相关。另外, 企业绩效与流通股

市值之间呈显著正相关，研发投入与高科技企业呈显著正相关且系数较大（0.416）。海外上市与企业年龄显著负相关，这说明赴海外上市的企业年龄明显比国内上市企业的年龄偏小。

表 2 变量相关系数矩阵

变量	LisAbr	MarCap	FSTS	RD	IntTMT	Size	Age	ROA	HiTech
LisAbr	1								
MarCap	-.316***	1							
FSTS	.150 [*]	.014	1						
RD	.168 [*]	.077	-.022	1					
IntTMT	.657***	-.065	.150**	.073	1				
Size	.058	.566***	.177**	-.074	.156**	1			
Age	-.228***	.164**	-.108	-.109	-.188**	.026	1		
ROA	-.181**	.177**	-.080	.044	-.128 [*]	-.052	.009	1	
HiTech	.000	.130 [*]	.191**	.416***	.091	-.004	-.086	-.067	1

注：***、**、*分别表示在1%、5%、10%的水平上显著

（四）回归分析

本文采用SPSS 22.0统计软件对数据进行回归分析，结果如表3所示，其中模型1、2、4是使用OLS回归的结果，模型3是进行Tobit回归的结果。

表 3 回归分析结果

	模型1	模型2	模型3	模型4
	MarCap	FSTS	RD	IntTMT
LisAbr	-.766***	4.845	2.251 [*]	.257***
Size	.746***	4.085 [*]	-.713 [*]	.025 [*]
Age	.023 [*]	-.542	-.058	-.002
HiTech	.364**	9.291**	5.598***	.042 [*]
ROA	.018***		.061	
常数项	2.658***	-32.577	9.894 [*]	-.233 [*]
Adj-R ²	.489	.067	.192	.333
P值	.000	.000	.000	.000
样本数	278	278	278	278

注：***、**、*分别表示在1%、5%、10%的水平上显著

模型1考察了海外上市企业是否存在资本市场外来弱性的问题。模型中，除了控制企业特征和行业因素外，考虑到企业在资本市场的表现很容易受企业经营状况的影响，我们对企业绩效加以控制。从回归结果可以看出，海外上市企业在资本市场的融资水平显著差于国内上市的企业，H1得到支持。本结论挑战了以往海外上市财务动机的观点，我们有理由相信企业赴海外上市更可能受其他动机（如战略动机）的驱动。另外，从行业控制变量我们可以看出，高科技企业赴海外上市，比较容易得到海外资本市场的认可，这可能也是我国众多信息技术企业赴海外上市的原因。

模型2~4对海外上市的战略动机进行了检验。模型2的结果表明，海外上市企业与国内上市企业在开拓国际市场方面并没有表现出显著的差异。这

可能与企业的国际化方式有关，这里以海外销售占比来衡量企业的市场国际化程度，无法进一步区分出口企业和真正走出去在海外进行生产和销售的企业。为了解决这一问题，本文将在稳健性检验部分做进一步分析。在模型3中，由于相当一部分企业研发投入为零，导致因变量数据分布偏离了正态性，因此，我们采用Tobit模型进行回归分析。回归结果表明，海外上市企业比国内上市企业的创新水平更高，假设2b得到验证。模型4考察了海外上市与吸引海外高端人才的关系。结果表明，海外上市企业相比国内上市的企业在这方面有着显著的优势，假设2c得到很好地支持。

（五）稳健性检验

为了验证所得结论的可靠性，本文对结果进行了稳健性检验（见表4）。前面提到，以海外销售占比来衡量企业的国际化程度有一定的缺陷，因为在中国很多企业做的是出口贸易。真正意义上的国际化企业是那些积极参与国际竞争，在全球范围内配置资源的企业，是那些真正走出去，在海外投资或者建厂的企业。因此，在模型5中以企业是否在海外设立子公司（OverSub）来衡量企业的国际化水平。使用Logit模型进行回归分析，结果发现，相比国内上市的企业，海外上市企业具有显著的在海外设立子公司的特征。这一结论进一步支持了我们的假设。模型7中，以是否有研发投入（DumRD）这一虚拟变量来代替原来的变量，并用Logit模型进行回归分析，得出与前述结论一致的结果，即海外上市企业更倾向进行研发投入。最后，在模型7中，使用董事会中海外人才的比重（InteBoard）作为高管海外人才比重的替代变量，回归结果表明，海外上市企业董事会国际化比重显

著高于国内上市的企业。稳健性检验结果表明, 本文的结论具有一定可靠性。

表 4 稳健性分析

	模型5	模型6	模型7
	OveSub	DumRD	IntBoard
LisAbr	1.397***	.257*	.341***
Size	.455**	-.229	.029*
Age	-.002	-.045	-.001
HiTech	.513*	2.187***	.044*
ROA		.005	
常数项	-7.643***	3.276*	-.259*
Nagelkerke R ² /Adj-R ²	.187	.377	.431
P值	.000	.000	.000
样本数	278	278	278

注: ***, **, *分别表示在1%、5%、10%的水平上显著

四、总结与讨论

本文的研究结论表明, 企业海外上市面临资本市场外来弱性的问题。因此, 企业海外上市可能不是单纯地以融资为目的。本文通过验证海外上市企业在开拓国际市场获取国际资源方面的比较优势, 从侧面说明企业海外上市战略意图的存在。文章比较了海外上市和国内上市在国际市场开拓、创新水平和国际化人才吸引这三个对企业发展尤其是对企业的国际化经营有重大影响的指标, 结果表明, 海外上市的企业在这些方面存在显著的竞争优势。这对企业经营战略尤其是上市的选择有着深刻的启示。

有学者提出国际化经营面临着金融和政治风险以及经营地域分散性、文华多样性所造成的协调和激励等方面的困难, 其实不然, 国际化是企业分散风险, 应对多样性的一条有效途径。一个国家或地区的市场是有限的, 当该地区出现不利于企业发展的因素(市场饱和、成本上升、利率波动等)时, 进行国际化经营的企业可以进退有据而不是坐以待毙。另外, 进行国际化经营的企业可以更有效地配置资源和生产要素, 更灵活地面对来自不同文化和背景的客户和竞争者。当然, 企业在进行国际化的初期, 会遇到新进入者弱势或外来者弱势, 制度也需要一定的时间进行对接, 这一过程可能是漫长的并且要付出很大的成本, 这需要企业具有长远的发展目标和战略规划。海外上市作为一种在国际市场合法性构建的手段, 在获取市场信息、寻求合作伙伴取得消费者信任等方面有着独特的优势。

创新是一种成本高昂且短期内难以获得回报的活动。很多企业不愿对创新进行大量的投入, 往往

采取一种跟随或模仿战略, 但是在产品生命周期逐渐缩短的今天, 这种被动的行为很难保证企业的长久发展。另外, 企业创新的投入产出并不具有稳定的关系, 其中伴随着不确定性和风险性。这种不确定性和风险性也削弱了企业创新的意愿。但是企业往往忽略了创新的长远价值, 创新是为企业的未来进行奠基, 是获取未来竞争优势的保障。另外, 创新也为利益相关的群体传递一种积极的信号, 被视为是一种积极进取的表现, 因而更容易获得人们对企业的支持。海外上市的企业通过信号传递、降低信息不对称等机制, 使得海外上市的企业在获取创新资源方面有着独特的竞争优势。一方面, 海外上市的企业通过海外战略投资者的帮助可能更容易与海外企业或科研机构建立合作。另一方面, 海外上市的企业其知名度可能相对较高, 更容易吸引技术员工的加盟。

实证结果表明海外上市企业无论是高管团队还是董事会, 具有海外经验或背景的比例都相对较高。这种吸引海外高端人才的优势对企业竞争力的提高起着不可估量的作用。一方面, 虽然不同行业或市场定位不同的企业面临来自国际竞争的压力不同, 但是, 在全球市场一体化的今天, 国际竞争压力日趋增强的事实是毋庸置疑的。拥有国际化背景的高层管理者, 其特有的关于国际市场运作、跨文化管理的知识和经验, 对企业有效应对国际挑战、参与国际竞争是一种稀缺的资源。另一方面, 中国企业管理效率低下的问题为很多学者所诟病。海外高端人才的引进, 对企业规范化运作, 提高公司治理的效率也很有益处。海外上市的企业, 通过来自外部制度压力(监管、同形)与内部的有效治理, 可能是解决这一问题的有效途径。

总之, 相比国内上市的企业, 海外上市作为一种合法性构建的手段, 在开拓国际市场获取国际资源方面比较优势明显。因此, 相比财务动机, 企业海外上市更可能是由战略动机驱动。

最后, 由于数据和方法的原因, 本研究也存在一定的局限性。首先, 本文使用的是截面数据, 且样本量较少, 这可能导致研究结论不够稳健(尽管本文也尝试进行了稳健性检验)。其次, 本文仅选择了在美国上市的中国企业作为海外上市样本, 不同地区的制度以及证券市场特征不尽相同, 所以研究结论在推广时需要慎重。第三, 本文使用的是二手数据, 仅能从侧面解释海外上市的动机, 无法直接考察。本文用实证方法检验海外上市动机的一个小小尝试, 未来的研究至少可以在以下几个方面加

以改进: 使用面板数据, 做历史的考察; 针对不同上市地点 (如中国香港、日本、新加坡) 做综合分析或比较分析; 使用问卷调查的方法, 进行更加直接的考察。

注释

①美国商务部对高科技行业的界定主要根据两项内容, 一是从业的专业技术人员, 二是R&D占销售额比重。

参考文献

- [1] BELL G, FILATOTCHEV I, AGUILERA R. Corporate governance and investors' perceptions of foreign IPO value: An institutional perspective[J]. *Academy of Management Journal*, 2014, 57(1): 301-320.
- [2] KAROLYI G A. Why do companies list shares abroad?: A survey of the evidence and its managerial implications[J]. *Financial Markets, Institutions & Instruments*, 1998, 7(1): 1-60.
- [3] PAGANO M, RÖELL A A, ZECHNER J. The geography of equity listing: why do companies list abroad?[J]. *The Journal of Finance*, 2002, 57(6): 2651-2694.
- [4] ZHANG C X, KING T H D. The decision to list abroad: The case of ADRs and foreign IPOs by Chinese companies[J]. *Journal of Multinational Financial Management*, 2010, 20(1): 71-92.
- [5] MILLER D P. The market reaction to international cross-listings: evidence from Depositary Receipts[J]. *Journal of Financial Economics*, 1999, 51(1): 103-123.
- [6] DOIDGE C, KAROLYI G A, STULZ R M. Why are foreign firms listed in the US worth more?[J]. *Journal of financial economics*, 2004, 71(2): 205-238.
- [7] MOORE C B, BELL R G, FILATOTCHEV I. Institutions and foreign IPO firms: The effects of "home" and "host" country institutions on performance[J]. *Entrepreneurship Theory and Practice*, 2010, 34(3): 469-490.
- [8] 田利辉. 海外上市, 制度跃迁和银行绩效——“中银香港”案例分析[J]. *管理世界*, 2006(2): 110-122.
- [9] 易宪容, 卢婷. 国内企业海外上市对中国资本市场的影响[J]. *管理世界*, 2006(7): 4-14.
- [10] 沈红波, 戚艳霞. 企业海外上市对公司治理的影响[J]. *山西财经大学学报*, 2007, 29(5): 56-60.
- [11] 李培馨, 谢伟, 王宝链. 海外上市地点和企业投资: 纳斯达克, 香港, 新加坡上市企业比较[J]. *南开管理评论*, 2012(2): 81-91.
- [12] 石建勋. 民营海外上市企业的国际化差异分析及对策研究[J]. *财经问题研究*, 2004(4): 31-36.
- [13] 纪宝成, 刘元春. 论大规模企业盲目海外上市的缺失[J]. *中国人民大学学报*, 2006(5): 1-7.
- [14] 李维安. 海外上市: 谨防治理风险累积而触礁[J]. *南开管理评论*, 2011(3): 1-1.
- [15] PENG M W, WANG D Y L, JIANG Y. An institution-based view of international business strategy: A focus on emerging economies[J]. *Journal of International Business Studies*, 2008, 39(5): 920-936.
- [16] INGRAM P, SILVERMAN B. The new institutionalism in strategic management[M]. Elsevier, 2002.
- [17] NARAYANAN V K, FAHEY L. The relevance of the institutional underpinnings of Porter's five forces framework to emerging economies: An epistemological analysis[J]. *Journal of Management Studies*, 2005, 42(1): 207-223.
- [18] STAPLETON R. Subramanyan. Market Imperfections, Capital Market Equilibrium and Corporation Finance[J]. *Journal of Finance*, 1977, 32: 307.
- [19] AMIHUD Y, MENDELSON H. Asset Pricing and the Bid-ask Spread[J]. *Journal of Financial Economics*, 1986, 17(2): 223-249.
- [20] FOERSTER, KAROLYI. The Effects of Market segmentation and Investor Recognition on Asset Prices: Evidence from Foreign Stock Listing in the United States[J]. *Journal of Finance*, 1999, 54: 981-1013.
- [21] MERTON R. Simple Model of Capital Market Equilibrium with Incomplete Information[J]. *Journal of Finance*, 1987, 42: 483-510.
- [22] LINS K, STRICKLAND D, ZENNER M. Do Non-U.S. Firms Issue Stock on U.S. Equity Markets to Relax Capital Constraints?[J]. *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, 2005, 40(1): 109-133.
- [23] 崔远森. 中国企业境外上市动机及其影响因素分析[J]. *上海金融*, 2004(5): 10-12.
- [24] 耿建新, 朱保成. 内地企业香港上市原因分析及应注意的问题[J]. *财务与会计*, 2006(7): 22-24.
- [25] SAUDAGARAN. An Investigation of Selected factors influencing multiple listing and the choice of foreign stock exchange[J]. *Advances in Financial planning and Forecasting*, 1990, 4: 75-122.
- [26] DIECKHAUS. Should You List on a Foreign Exchange?[J]. *Chief Executive*, 1992, 74: 45-47.
- [27] BANCEL, MITTOO. European managerial Perceptions of the net benefits of foreign stock listings[J]. *European Financial Management*, 2001, 7: 213-236.
- [28] 樊帅, 田志龙, 邓新明. 中国企业海外上市的动因和模式分析[J]. *华中科技大学学报*, 2007, 21(2): 59-64.
- [29] 江燕红. 境外上市在我国企业国际化进程中的作用[J]. *财贸研究*, 2008(1): 121-126.
- [30] COFFEE J. Racing Towards the Top: The Impact of Cross-Listings and Stock Market Competition on International Corporate Governance[J]. *Columbia Law Review*, 2002, 102(7): 1757-1831.

- [31] CANTALE S. The Choice of a Foreign Market as a Signal[J]. Working paper, Tulane University, 1996.
- [32] FUERST A. Theoretical Analysis of the Investor Protection Regulations Argument for Global Listing of Stocks[J]. Working Paper, Yale School of Management, 1998.
- [33] 王化成, 李志杰, 孙健. 境外上市背景下治理机制对公司价值的影响[J]. *会计研究*, 2008, 7: 65-72.
- [34] BELL G, FILATOTCHEV I, RASHEED A. The liability of foreignness in capital markets: Sources and remedies[J]. *Journal of International Business Studies*, 2012, 43(2): 107-122.
- [35] HYMER S. The international operations of national firms: A study of direct foreign investment[M]. Cambridge, MA: MIT press, 1976.
- [36] ZAHEER S. Overcoming the liability of foreignness[J]. *Academy of Management journal*, 1995, 38(2): 341-363.
- [37] CALHOUN M A. Unpacking liability of foreignness: identifying culturally driven external and internal sources of liability for the foreign subsidiary[J]. *Journal of International Management*, 2002, 8(3): 301-321.
- [38] 周焯, 申星. 中国企业海外退市思考:进退之间的徘徊[J]. *国际经济研究*, 2012(4): 135-146.
- [39] 杜运周, 任兵, 张玉利. 新进入缺陷, 合法化战略与新企业成长[J]. *管理评论*, 2009, 21(8): 107-115.
- [40] 黄中伟, 游锡火. 社会网络、组织合法与中国企业国际化绩效——来自122家中国企业海外子公司的实证[J]. *经济管理*, 2010(8): 38-48.
- [41] SCHMIDT T, SOFKA W. Liability of foreignness as a barrier to knowledge spillovers: Lost in translation?[J]. *Journal of International Management*, 2009, 15(4): 460-474.

编辑 何婧

(上接第8页)

- [26] HURST E, LUSARDI A. Liquidity Constraints, Household Wealth, and Entrepreneurship[J]. *Journal of Political Economy*, 2004, 112(2): 319-347.
- [27] LI L, WU X. Housing price and entrepreneurship in China[J]. *Journal of Comparative Economics*, 2014, 42(2): 436-449.
- [28] DÉMURGER S, SHI L, YANG J. Earnings differentials between the public and private sectors in China: Exploring changes for urban local residents in the 2000s[J]. *China Economic Review*, 2012, 20(3): 138-153.
- [29] TROILO M, ZHANG J. Guanxi and Entrepreneurship in Urban China[J]. *Journal of the Asia Pacific Economy*, 2012, 17(2): 315-331.
- [30] ZHAO H, LU J. Contingent value of political capital in bank loan acquisition: Evidence from founder-controlled private enterprises in China[J]. *Journal of Business Venturing*, 2016, 31(2): 153-174.
- [31] CHEN M H, CHANG Y Y, LEE C Y. Creative entrepreneurs' guanxi networks and success: Information and resource[J]. *Journal of Business Research*, 2015, 68(4): 900-905.
- [32] DJANKOV S, QIAN Y, ROLAND G, et al. Who Are China's Entrepreneurs?[J]. *American Economic Review*, 2006, 96(2): 348-352.
- [33] EMRAN M S, HOU Z. Access to Markets and Rural Poverty: Evidence from Household Consumption in China[J]. *Review of Economics & Statistics*, 2013, 95(2): 682-697.
- [34] YI F. Intergenerational income persistence and transmission mechanism: Evidence from urban China[J]. *China Economic Review*, 2016, 41: 299-314.
- [35] 万海远, 李实. 户籍歧视对城乡收入差距的影响[J]. *经济研究*, 2013, 48(9): 43-55.
- [36] 尹志超, 宋全云, 吴雨, 彭嫦燕. 金融知识、创业决策和创业动机[J]. *管理世界*, 2015(1): 87-98.
- [37] 周广肃, 谢绚丽, 李力行. 信任对家庭创业决策的影响及机制探讨[J]. *管理世界*, 2015(12): 121-129+171.
- [38] MUNCH J R, ROSHOLM M, SVARER M. Are Homeowners Really More Unemployed?[J]. *Economic Journal*, 2006, 116(514): 991-1013.
- [39] BLANCHFLOWER D G, OSWALD A J. What Makes an Entrepreneur?[J]. *Andrew Oswald*, 1998, 16(1): 26-60.

编辑 何婧