



境外股东持股、信任机制与 中国企业国际化

庄明^{1,2}, 余鹏翼^{1,2}, 姜 锋³

1 广东外语外贸大学会计学院, 广州 510006

2 广东外语外贸大学跨国并购与创新战略研究中心, 广州 510006

3 中央财经大学金融学院, 北京 102206

摘要:由于中国在政治制度、经济体制、文化传统等方面与西方国家存在较大差异, 中国企业在海外扩张过程中常常面临严重的信任障碍。东道国利益相关方担忧在中国经济模式下企业实施海外扩张可能受到不透明的非市场动机驱动, 与西方国家市场化行为下的企业国际化性质不同。已有研究主要从政治、文化、政府政策等宏观层面因素考察中国企业海外扩张受阻的原因, 但鲜有研究从微观企业层面探讨突破中国企业国际化信任困境的有效机制。

基于2010年至2019年沪深A股上市公司的22985个公司一年度观测值和手工收集的可追溯到来源国(地区)的境外股东持股数据, 研究境外股东作为潜在连接中国企业与境外市场的纽带, 能否为中国企业和东道国利益相关方建立一种有效的信任机制, 帮助中国企业突破和跨越政治、文化等壁垒, 实现全球范围内的业务扩张。通过工具变量两阶段最小二乘法、Heckman两阶段回归法和双重差分模型缓解境外股东持股与企业国际化之间的内生性问题, 并采用不同的样本选择标准和关键变量的不同测量方法进行一系列稳健性检验。

研究发现, 境外股东持股有助于中国企业开拓海外市场, 提升国际化水平, 该结论在考虑内生性问题后仍然成立。作用机制分析表明, 境外股东可以在中国企业国际化过程中发挥信任媒介的作用, 具体表现为当企业信息透明度更低、属于敏感型行业或履行较少社会责任时, 境外股东对企业国际化的促进作用更强; 当企业聘任具有海外背景的高管或企业所在地的文化对外开放程度越高时, 境外股东持股对企业国际化的提升效应将减弱; 并且境外股东可以帮助中国企业突破制度和文化壁垒, 将业务拓展到与中国的制度差异或文化距离更大的国家和地区。进一步研究发现, 境外股东对企业国际化的促进作用主要是由来自投资者保护更强的国家(地区)的境外股东驱动的; 无论是投资组合型境外股东持股还是外商直接投资型境外股东持股, 均能显著提升企业的国际化水平。

将境外股东持股视为缓解中国企业海外扩张信任困境的一个可能突破口, 从微观层面考察一种可直接观测的信任机制对中国企业国际化的影响, 拓展了资本市场开放的经济后果以及境外股东在新兴市场国家的作用边界的研究。为政府部门将引进来和走出去更好地结合起来提供政策参考, 对中国企业如何管理和控制国际化扩张的风险具有一定的指导意义。

关键词:境外股东; 国际化; 信任机制; 制度壁垒; 文化壁垒

中图分类号: F275

文献标识码: A

doi: [10.3969/j.issn.1672-0334.2025.04.005](https://doi.org/10.3969/j.issn.1672-0334.2025.04.005)

文章编号: 1672-0334(2025)04-0061-21

收稿日期: 2023-12-13 **修返日期:** 2025-03-03

基金项目: 国家自然科学基金(72202047); 广东省基础与应用基础研究基金(2025A1515011228)

作者简介: 庄明, 经济学博士, 广东外语外贸大学会计学院副教授, 研究方向为并购重组、国际财务和投资管理等, 代表性学术成果为“股权国际化能够促进我国企业并购绩效提升吗”, 发表在2024年第5期《会计研究》, E-mail: zhuangmm@gdufs.edu.cn

余鹏翼, 经济学博士, 广东外语外贸大学会计学院教授, 研究方向为财务审计和跨国并购等, 代表性学术成果为“国内上市公司跨国并购绩效影响因素的实证研究”, 发表在2014年第3期《会计研究》, E-mail: yxy@gdufs.edu.cn

姜锋, 中央财经大学金融学院硕士研究生, 研究方向为资本市场和公司治理等, E-mail: WillJong597@126.com

引言

信任是市场经济发展的基石。ARROW^[1]认为,几乎每一笔商业交易都包含信任的成分,经济发展的滞后大都源于信任的缺失。在跨境交易活动中,沟通与协调的高难度性、远距离跨境互动的不确定性、跨境交易主体的差异性等因素叠加使信任在国际商务环境下尤为重要^[2]。由于中国在政治制度、经济体制、文化传统等方面与西方国家存在较大差异,中国企业在海外扩张过程中常常面临更为严重的信任障碍^[3],每有重要交易都会在东道国引起激烈争议,甚至受到不同程度或不同方式的猜疑、限制甚至抵制^[4]。东道国利益相关方担忧的焦点在于,中国经济模式下企业实施海外扩张可能受到不透明的非经济因素动机驱动,与西方国家市场化行为下的企业国际化性质不同^[5]。例如,中国铝业在2009年2月与澳洲力拓集团签署战略合作协议,约定中国铝业注资195亿美元增持力拓集团股份由9%至18%,但力拓集团董事会随后单方面撤销了该项交易,理由是不少反对党议员和民众担心中国通过跨国企业最终控制澳洲的自然资源,危害国家安全。

不同于已有研究主要从宏观层面分析中国企业海外扩张信任困境的形成原因^[6-7],本研究考察境外股东作为连接中国企业与海外市场的桥梁,能否在中国企业与东道国利益相关方之间建立一种有效的信任机制,帮助中国企业突破和跨越政治、文化等壁垒,实现全球范围内的业务扩张。境外股东持股可以为中方企业的信誉背书,在中方企业与东道国利益相关方之间扮演信任媒介的角色。本研究有助于深化人们对外资在新兴市场国家作用边界的理解,为政府部门更好地将引进来与走出去相结合提供政策参考,对于中国企业如何管控国际化经营中的风险具有指导意义。

1 相关研究评述

1.1 有关境外股东的研究

自20世纪80年代以来,伴随新兴市场国家陆续开放本国的资本市场,境外投资者逐渐发展成为各国股票市场上不容忽视的投资者群体,大量上市企业的股东不再是单纯的国内投资者,而是由来自世界各国的投资者构成,股权结构趋于国际化^[8]。大量已有研究表明,境外股东持股对上市企业的决策过程产生了重要且深远的影响。

首先,境外股东在全球范围进行资本配置,与各国的优秀企业存在大量的商业联系,拥有庞大的国际社会网络资源,更有可能接触到顶级律师、银行家和会计师,能够为企业提供国际资源和促进企业跨国互动交流^[8]。例如,HUMPHERY-JENNER et al.^[9]认为,境外股东利用国际关系网络帮助其持股的中国企业在海外上市。郭娟娟等^[10]认为,外资通过知识溢出渠道提升了中国企业在国际价值链中的地位。其次,境外股东能够促进国际规范和文化溢出至其持股的企业,使企业的经营符合国际规范和风格。

一方面,在正式制度上,境外股东持股可以迫使企业经营遵循各国的法律和规范^[11],通过干预审计师选择促使企业财务报告国际化趋同^[12];另一方面,在非正式制度上,境外股东来源国的文化特征像烙印一样成为境外股东独有的属性,被学者们称为来源国属性,潜移默化地影响了企业的经营风格。ABDELSALAM et al.^[13]的研究发现,境外股东承袭了其来源国的信任水平,对其持股企业的系统性风险以及特质风险产生显著的影响。最后,境外股东不仅积极监督企业,优化公司治理机制,还增强企业的盈利能力,向外界发送有关企业质量的信号。例如,AGGARWAL et al.^[14]的研究表明,国际金融资本跨境流动有助于促进优秀的公司治理实践在全球范围内传播。随后,学者们围绕境外股东对公司治理的影响展开大量研究。刘贝贝等^[15]研究发现,境外股东显著降低了公司的盈余管理水平;卢锐等^[16]从控股股东股权质押的角度验证了境外股东的治理效应。在增强企业盈利能力方面,毛其淋等^[17]认为,外资开放提升了企业的产能利用率;还有研究认为,外资引入提升了企业的生产率^[18]和资源配置效率^[19]。

尽管已有的研究验证了境外股东在上市公司决策中的重要作用,但尚未有研究从信任视角研究境外股东对企业国际化的影响,同时缺乏对境外股东信任媒介作用和机制的探索。

1.2 企业国际化的相关研究

目前,学术界对于企业国际化的影响因素的研究主要从资源基础理论和公司治理的角度展开。资源基础论认为,企业在国际化的进程中面临高度的不确定性,而其拥有的资源可以降低企业国际化的不确定性。基于资源基础理论,已有研究发现,企业的知识和物资资源^[20]、高管的国际经验^[21]、高管的海外背景^[22]、董事会资本^[23]等能够显著提高企业的国际化水平。钟熙等^[23]将董事会资本细分为人力资本和社会资本,发现其均正向影响企业的国际化战略。姚凯等^[22]发现,海归高管对企业国际化的影响具有资源效应和文化冲突效应,两种效应的高低决定了海归高管对企业国际化的最终影响。

部分研究从股权结构的视角分析企业国际化的影响因素,认为公司治理环境的改善所带来的竞争优势会在国际化的过程中发挥深远的影响。具体而言,已有研究从国有股权、家族企业、高管持股等维度探究股权结构如何影响企业的国际化。有研究认为,国有企业的国际化水平通常低于民营企业^[24],而家族企业对国际化水平的影响未得到一致的结论,一方面家族企业管理者为了企业价值和长远利益,倾向于承担高风险来实施国际化战略^[25];另一方面,基于社会情感财富理论,家族企业通常不愿开展国际业务^[26]。此外,股权集中和CEO持股都促使企业实行国际化战略^[24]。

值得关注的是,跨国合作中的信任直接关系到企业国际化能否顺利推进,是国际商务领域的研究重点^[27]。由于企业的国际化往往具有高风险和不确定

性,跨国组织之间难以签订完备的合同且对合同执行的掌控有限,信任能够很好地弥补正式制度的不足,成为合作达成的一个重要决定因素^[28]。然而,企业国际化中必不可少的跨国互动以及来自不同国家的合作者之间的差异,导致建立和维持信任变得富有挑战性^[27]。

上述研究表明,无论是资源依赖还是公司治理,企业的内部因素能够影响国际化扩张。但就中国企业而言,成功走出去还在于克服外部信任壁垒的羁绊,而单纯依靠内部因素的改善尚不足以克服当前面临的困境。尽管信任被普遍认为是有益的,但如何建立和维护信任,尤其对于面临较高进入壁垒的中国企业而言,仍是企业在国际化中亟待解决的问题。

2 理论分析和研究假设

市场经济是一种建立在信任基础之上的经济制度。在社会资本的相关研究中,信任通常被定义为有关潜在交易对手在多概率上诚实实行事的一种主观信念^[29],当交易活动发生在不同国家或地区的组织之间时,信任尤为重要^[28]。对于信任的来源,LEWICKI et al.^[30]提出了一种广为接受的分类,包括计算型信任(calculus-based trust)、了解型信任(knowledge-based trust)和认同型信任(identification-based trust)3种类型。其中,计算型信任假设交易各方都是理性的,交易者选择在多大程度上信任对方,取决于其对信任选择的预期收益与成本的权衡。显然,这类信任与交易者掌握的信息有关,交易各方更多正面信息的沟通有助于降低信任风险,提升计算型信任水平^[30]。了解型信任来源于对交易对手足够的了解从而能够预测对方的行为^[31]。了解型信任的核心在于对方行为的可预测性,因而有助于提高对方行为可预测性(甚至包括可预测对方未来的不诚信行为)的机制均有助于提升了解型信任,包括更充分的信息、更加常规和有效的沟通交流、更多次的重复博弈等^[32]。认同型信任源于交易各方共同的价值观,包括道德责任等方面共同认识,因而交易双方可以很好地理解对方的需要,能够有效地为对方而行动^[33]。

长期以来,由于中国与西方国家在制度、文化等方面存在显著的差异,中国的企业在开拓海外市场的过程中常常面临严重的信任危机与合法性挑战^[7]。在很多情况下,由于东道国利益相关方对企业潜在的政府背景和政治目标的担忧,中国企业在进行海外扩张时,面临的制度性障碍往往比其他国家的企业更大^[34]。为了缓解来自东道国的制度压力,跨国企业通常需要通过采用与当地社会规范及法规相一致的组织实践^[35]、与在位者相类似的组织结构^[36],或者与在当地享有高度合法性的主体共同合作^[37]以获取信任和强化合法性身份。

本研究认为,在中国企业海外扩张的独特情境下,境外股东可以为中方企业与东道国利益相关方建立一种有效的信任机制,帮助中方企业突破制度文化

障碍,实现全球范围内的业务扩张。首先,境外股东可以作为连接中方企业与东道国市场利益相关方的桥梁,为交易双方的沟通与协调提供便利,降低信息不对称性^[8]。相较于海外市场的利益相关方,境外股东掌握更多关于中方企业的信息;而相较于中方企业,境外股东在全球范围内进行投资,他们通常拥有更多海外市场所在国家的法律制度、社会规范、消费者偏好等相关信息。因此,境外股东可以扮演信息媒介的角色,降低交易双方的信息不对称程度,一方面可以降低双方的信任风险和成本,有助于双方建立计算型信任;另一方面,通过传递信息和沟通协调增进交易双方之间的相互了解,提高双方行为的可预测性,从而提升了解型信任。

其次,境外股东持股可以为中方企业的信誉背书,向东道国利益相关方传递包括非政治交易动机和强治理能力在内的积极信号。一方面,境外投资者通常在全球范围内进行投资,需要同时遵守母国及其他多个东道国的制度和社会规范,具有很高的声誉成本,更加注重自身在全球范围内的声誉^[38]。因此,可以将境外股东持股看成是对跨国企业信誉的一个隐性担保,有助于提升持股企业的市场声誉。企业的市场声誉越高,违约的成本越高,更不可能出现不诚信行为,其事前作出的承诺更为可信^[39]。另一方面,境外股东持股的企业通常具有较弱的政治关联^[8]、较强的治理能力^[44]和较透明的信息环境^[12],并且,境外股东持股意味着企业出于政治动机进行海外扩张的可能性更低^[40]。可见,对于东道国利益相关方而言,无论是从隐性声誉担保效应还是非政治交易动机和强治理能力的信号效应,境外股东持股都有助于提升企业行为的稳定性和可预测性,从而增进了解型信任。

最后,境外股东持股有助于提升东道国市场利益相关方对中方企业的身份认同,增强双方之间的认同型信任。一方面,境外股东持股有助于促进中方企业在经营理念、目标、管理团队^[41]、组织结构^[42]、财务政策^[12]等方面的国际化趋同,从而降低企业与海外市场利益相关方之间的心理距离,降低沟通成本,增进互信;另一方面,相较于国内股东,在全球范围内进行投资的境外股东在东道国通常具有更强的合法性身份,这种合法性对于其持股的企业具有溢出效应,进而增强中方企业在东道国的合法性。

综上所述,境外股东持股有助于增强海外市场利益相关方对中国企业的信任,使企业更容易在东道国获得合法性身份,从而帮助企业开拓海外市场,提升国际化水平。基于此,本研究提出假设。

H 境外股东持股能够提升中国企业的国际化水平。

3 研究设计

3.1 样本选取与数据来源

本研究选取2010年至2019年沪深A股的上市公司作为研究对象。企业的财务数据和公司治理数据来自CSMAR数据库,企业的出口国家(地区)数据来

自海关数据库。本研究以2010年作为起初年份是为了避免2008年国际金融危机对境外投资者的投资行为造成干扰。具体筛选过程如下:①考虑到金融行业经营的特殊性,剔除银行和保险业上市公司样本;②剔除ST、PT状态的观测值;③剔除主要变量数据有缺失的样本。最终的样本包含22 985个公司—年度观测值,涉及3 327家企业。为消除异常值的影响,本研究对所有连续变量进行上下1%的缩尾处理。

参考CHEN et al.^[43]的研究,境外股东的持股数据通过手工收集得到,具体方法为,从CSMAR中获取每家上市公司年度的前十大股东原始数据,依据股东名称使用网络查询获取股东信息,判断最终控制人是否来自境外。境外的划分标准为注册地,凡是注册地在中国大陆境外的股东均界定为境外股东。其中,境外股东由境外机构股东和境外个人股东构成。由于境外个人股东持股比例较小,本研究核心解释变量为境外机构股东持股比例。

3.2 变量定义和模型设定

3.2.1 境外股东持股

为了检验境外股东持股对企业国际化的影响,参考CHEN et al.^[43]的研究,设置境外股东持股变量 Fio ,取值为上市公司前十大股东中境外机构股东的持股比例之和。需要说明的是,境外股东包括机构股东和个人股东,由于境外个人股东持股比例占比小,在已有研究中境外股东往往指境外机构股东。在稳健性检验部分,本研究还设置二元变量 $Fiod$,当上市公司前十大股东中有境外股东持股时取值为1,否则取值为0;设置变量 $Fion$,取值为上市公司前十大股东中境外股东数量加1的自然对数,作为境外股东的代理变量进行稳健性检验。

3.2.2 企业的国际化水平

国际化水平反映了企业在国际市场中的涉入程度。目前,学术界对于企业国际化水平的测量大致分为两种,一是海外业务收入占总营业收入的比重,二是海外资产占总资产的比重。考虑到数据的可得性,本研究参考FILATOTCHEV et al.^[44]的研究,设置变量企业国际化(Fst),采用企业海外业务收入在总营业收入中的占比测量企业国际化程度。

3.2.3 控制变量

参考FILATOTCHEV et al.^[44]的研究,本研究对影响企业国际化的变量进行控制,包括前十大股东中政府的持股、境内个人的持股、境内机构的持股、公司规模、资产负债率、资产收益率、公司年龄、股权集中度、两职合一、独立董事比例、董事会规模,以及年份固定效应和行业固定效应。

3.2.4 模型设定

为验证境外股东持股对国有企业国际化的影响,本研究设定如下多元回归模型

$$Fst_{i,t} = \beta_0 + \beta_1 Fio_{i,t-1} + \sum \beta_k X_{i,t-1} + \\ Yea + Ind + \varepsilon_{i,t-1} \quad (1)$$

其中, i 为公司, t 为年份; Fst 为企业国际化, Fio 为境

外股东持股; X 为控制变量; Yea 为年份固定效应; Ind 为行业固定效应; β_0 为截距项; β_1 和 β_k 为变量的估计系数, $k = 2, 3, \dots, 11$; $\varepsilon_{i,t}$ 为残差项。如果 β_1 显著为正,表明境外股东持股提升了企业国际化水平。本研究主要变量定义见表1。

4 实证结果和分析

4.1 描述性统计

表2给出主要变量的描述性统计结果。 Fst 的均值为0.114,标准差为0.204,说明不同企业之间国际化水平存在较大的差异。 FO 的均值为0.037, Fio 的均值为0.035, FP 的均值为0.001,说明中国上市公司前十大股东中的境外股东主要为境外机构股东,这与已有研究的发现一致。 $Doms$ 的均值为0.163, $Domi$ 的均值为0.225, $Domp$ 的均值为0.169。其他控制变量的描述性统计结果与已有研究的发现基本一致,不再赘述。表3给出主要变量之间的Pearson相关系数, Fst 和 Fio 在1%的水平上显著为正。此外,主要变量之间的相关系数大多小于0.300,说明不存在严重的多重共线性问题。

表4给出境外股东持股的年度分布统计结果。由于境外机构股东中有一部分为合格境外机构投资者(QFII),为了呈现本研究样本的全貌,表4还报告了QFII持股的年度分布。在2010年至2018年间共有6 139个观测值显示有境外股东持股,占全样本的26.709%;共有1 914个观测值显示有合格境外机构投资者持股,占全样本的8.327%。可以发现,境外股东的持股范围比合格境外机构投资者的持股范围更广。全样本中QFII持股比例的均值为0.086%, Fio 的均值为3.460%。在全样本下对比发现,合格境外机构投资者持股比例仅占境外股东持股比例的2.486%。进一步对存在境外股东和仅存在QFII的子样本分别进行统计分析发现,在两个子样本中,境外股东平均持股比例为12.995%,QFII的平均持股比例为1.042%,说明在中国的上市公司中,境外机构股东的主体并非QFII。

4.2 基准回归结果

表5给出企业国际化对境外股东持股回归的结果。从表5的(1)列回归可知,与本研究预期一致, FO 的系数为0.220, t 值为12.672,且在1%的水平上显著,表明境外机构和个人股东的持股比例之和越高,企业的国际化水平越高。在(2)列和(3)列的回归中,进一步将境外股东持股细分为境外机构股东持股和境外个人股东持股,其中(2)列只引入 Fio 变量,而(3)列同时引入 Fio 和 FP 变量。结果显示, Fio 的系数在两列回归中均保持在1%水平上显著为正,但 FP 的系数不显著,说明境外股东持股与企业国际化之间的正向关联性主要是由境外机构股东驱动的。上述结果表明,境外股东持股有助于中国企业开拓海外市场,提升国际化水平。

主要控制变量的系数估计结果与已有研究基本保持一致。企业国际化水平与国有持股比例显著负

表1 主要变量的定义

Table 1 Definitions of Variables

变量名称	变量符号	变量定义
企业国际化水平	Fst	$\frac{\text{海外销售收入}}{\text{营业收入}}$
境外股东持股	Fio	前十大股东中境外机构投资者持股比例之和
境外机构和个人持股	FO	前十大股东中境外机构投资者和境外个人投资者持股比例之和
境外个人持股	FP	前十大股东中境外个人持股比例之和
政府持股	$Doms$	前十大股东中政府持股和国有法人持股比例之和
境内个人持股	$Domp$	前十大股东中境内个人持股比例之和
境内机构持股	$Domi$	前十大股东中境内机构股东持股比例之和
公司规模	Siz	公司年末股票总市值的自然对数
资产负债率	Lev	$\frac{\text{负债总额}}{\text{资产总额}}$
资产收益率	Roa	$\frac{\text{净利润}}{\text{年初总资产}}$
公司年龄	Age	公司成立年数加1取自然对数
股权集中度	Top	第一大股东持股比例
两职合一	Dua	若董事长和CEO由同一人担任取值为1,否则取值为0
独立董事比例	Inr	$\frac{\text{独立董事人数}}{\text{董事会人数}}$
董事会规模	Bds	董事数量的自然对数

表2 描述性统计

Table 2 Descriptive Statistics

变量	观测值	均值	标准差	最小值	中位值	最大值
Fst	22 985	0.114	0.204	0	0	0.950
FO	22 985	0.037	0.107	0	0	0.688
Fio	22 985	0.035	0.103	0	0	0.671
FP	22 985	0.001	0.012	0	0	0.155
$Doms$	22 985	0.163	0.227	0	0.010	0.759
$Domp$	22 985	0.169	0.225	0	0.037	0.749
$Domi$	22 985	0.225	0.218	0	0.137	0.790
Siz	22 985	21.990	1.312	19.231	21.826	26
Lev	22 985	0.427	0.219	0.047	0.414	0.978
Roa	22 985	0.040	0.059	-0.268	0.039	0.201
Age	22 985	2.669	0.438	1.099	2.773	3.367
Top	22 985	0.350	0.150	0.088	0.330	0.750
Dua	22 985	0.273	0.445	0	0	1
Inr	22 985	0.374	0.053	0.333	0.333	0.571
Bds	22 985	2.252	0.177	1.792	2.303	2.773

表3 主要变量之间的相关系数
Table 3 Correlation Coefficients of Main Variables

变量	<i>Fst</i>	<i>Fst</i>	<i>Fio</i>	<i>Doms</i>	<i>Domp</i>	<i>Domi</i>	<i>Siz</i>	<i>Lev</i>	<i>Roa</i>	<i>Age</i>	<i>Top</i>	<i>Dua</i>	<i>Inr</i>	<i>Bds</i>
<i>Fst</i>	1													
<i>Fio</i>	0.124***	1												
<i>Doms</i>	-0.149***	-0.033***	1											
<i>Domp</i>	0.081***	-0.188***	-0.465***	1										
<i>Domi</i>	0.055***	0.003	-0.460***	-0.299***	1									
<i>Siz</i>	-0.035***	0.119***	0.397***	-0.355***	-0.015**	1								
<i>Lev</i>	-0.067***	-0.017***	0.264***	-0.354***	-0.019***	0.459***	1							
<i>Roa</i>	0.009	0.067***	-0.080***	0.164***	0.087***	-0.028***	-0.390***	1						
<i>Age</i>	-0.078***	-0.059***	0.126***	-0.291***	-0.007	0.173***	0.238***	-0.124***	1					
<i>Top</i>	-0.021***	0.122***	0.366***	-0.141***	0.149***	0.224***	0.040***	0.120***	-0.122***	1				
<i>Dua</i>	0.093***	0.006	-0.275***	0.272***	0.055***	-0.187***	-0.158***	0.068***	-0.116***	-0.042***	1			
<i>Inr</i>	0.029***	0.007	-0.049***	0.093***	-0.030***	0.008	-0.013*	-0.017***	-0.035***	0.043***	0.107***	1		
<i>Bds</i>	-0.055***	0.044***	0.277***	-0.228***	-0.065***	0.266***	0.155***	0.0001	0.052***	0.021***	-0.179***	-0.511***	1	

注: ***为在1%水平上显著, **为在5%水平上显著, *为在10%水平上显著, 下同。

表4 境外股东持股的年度分布
Table 4 Year Distribution of Foreign Ownership

年度	全样本			有境外股东的子样本		有QFII的子样本	
	观测值	境外股东持股 比例均值(%)	QFII持股 比例均值(%)	观测值	境外股东持股 比例均值(%)	观测值	QFII持股 比例均值(%)
2010	1 985	3.636	0.088	628	11.493	191	0.915
2011	2 238	3.661	0.063	667	12.282	132	1.073
2012	2 386	3.859	0.069	716	12.860	166	0.995
2013	2 411	3.677	0.092	647	13.703	232	0.965
2014	2 531	3.465	0.097	683	12.839	247	1
2015	2 719	3.213	0.078	596	14.659	226	0.943
2016	2 998	3.088	0.096	692	13.380	286	1.007
2017	3 257	3.190	0.095	768	13.736	268	1.189
2018	2 460	3.617	0.092	742	12.130	166	1.299
合计	22 985	3.460	0.086	6 139	12.995	1 914	1.042

相关,与国内个人持股比例和国内机构持股比例正相关;企业规模越大,其国际化水平越高;企业国际化与财务绩效和企业年龄显著负相关;相较于董事长与CEO两职合一的企业,非两职合一企业的国际化水平显著更低。

4.3 作用机制分析

与前文的理论分析相对应,本部分将分别从信息沟通机制、信誉背书机制和身份认同机制3个方面检验境外股东在中国企业国际化扩张中发挥信任桥梁作用的机理。

4.3.1 信息沟通机制

信息透明度是影响交易双方建立信任的重要因素。交易对手行为的可预测性是建立信任关系的重要前提。信息不对称增加了交易的不确定性,一方无法全面了解另一方的意图、能力或行为,导致难以预测对方的行为,以至于难以建立信任。在前文的分析中,本研究提出境外股东可以在中方企业与东道国市场利益相关者之间扮演信息媒介的角色,降低交易双方的信息不对称性,从而提升计算型信任和了解型信任水平。因此,本研究通过检验企业信息透明度的调节相应识别境外股东能否通过降低信息不对称促进企业国际化。

借鉴已有研究的做法,本研究同时采用盈余质量、研发强度、企业规模、股价同步性和信息披露质量考评得分5种方法捕捉企业的信息透明度(*IT*)。采用*D4*表示企业的盈余质量,通过修正的Jones模型估计盈余操纵程度得到^[45],盈余操纵程度越高,盈余质量越差,企业的信息透明度越低。采用*RD*表示企业的研发强度,通过研发投入除以总资产获得。研发活动是企业私有信息的主要生成来源,研发强度越大,企业内外部的信息不对称程度越高^[46]。前文

中的控制变量*Siz*表示企业规模,该值越大,企业经营过程往往越规范,受到外界的关注度越高,信息越透明^[47]。采用*Syn*表示股价同步性,采用企业一年份的个股日收益率对A股市场综合指数收益率进行回归得到的拟合优度(*R*²)表示,反映个股股价变化与市场指数变化的协同程度。股价同步性越高,表示融入股价的企业特质信息量越少,信息透明度越低^[48]。采用*ER*表示企业的信息披露质量,通过深圳证券交易所和上海证券交易所对上市公司的信息披露质量考核结果进行测量,其中,优秀取值为1,良好取值为2,合格取值为3,不合格取值为4,取值越大,表示信息透明度越低。

回归结果见表6,境外股东持股与企业信息透明度指标的交乘项系数在表6列(3)中显著为负,在其他列中均显著为正,表明当企业的信息透明度越低,即盈余质量越低、研发强度越大、公司规模越小、股价同步性越高、信息披露质量考评结果越差时,境外股东持股对企业国际化的促进作用显著增强,从而验证了境外股东持股促进企业国际化的信息沟通机制。

4.3.2 信誉背书机制

4.3.2.1 企业是否属于敏感型行业

在实践中,西方国家更倾向于从阴谋论的角度解读中国企业的全球扩张行为,导致中方企业与目标市场相关利益者之间处于发送错误信号和错误解读信息的恶性循环中,特别是在政治敏感性更高的行业中,信任问题尤为严重^[5]。李诗等^[49]认为涉及政治敏感型行业的海外并购更容易引发东道国利益相关方的猜忌和抵制,并购成功的可能性更低,而东道国国民与中国之间更高的互信程度以及中国与东道国更密切的外交关系能够缓解利益相关方的担忧,提

表5 境外股东持股与企业国际化：基准回归结果
Table 5 Baseline Regression Results of Foreign Ownership on Corporate Internationalization

变量	<i>Fst_t</i>		
	(1)	(2)	(3)
<i>FO_{t-1}</i>	0.220*** (12.672)		
<i>Fio_{t-1}</i>		0.224*** (12.421)	0.224*** (12.411)
<i>FP_{t-1}</i>			0.091 (1.524)
<i>Doms_{t-1}</i>	-0.063*** (-4.678)	-0.066*** (-4.939)	-0.064*** (-4.744)
<i>Dom_p_{t-1}</i>	0.037*** (3.002)	0.033*** (2.757)	0.036*** (2.920)
<i>Dom_i_{t-1}</i>	0.024* (1.888)	0.021* (1.673)	0.023* (1.825)
<i>Siz_{t-1}</i>	0.007*** (5.412)	0.007*** (5.272)	0.007*** (5.310)
<i>Lev_{t-1}</i>	-0.001 (-0.073)	-0.001 (-0.171)	-0.001 (-0.123)
<i>Roa_{t-1}</i>	-0.105*** (-4.089)	-0.104*** (-4.046)	-0.104*** (-4.075)
<i>Age_{t-1}</i>	-0.018*** (-4.833)	-0.019*** (-5.026)	-0.019*** (-4.933)
<i>Top_{t-1}</i>	-0.006 (-0.520)	-0.005 (-0.385)	-0.006 (-0.501)
<i>Dua_{t-1}</i>	0.020*** (6.042)	0.020*** (6.076)	0.020*** (6.067)
<i>Inr_{t-1}</i>	0.035 (1.230)	0.035 (1.239)	0.035 (1.226)
<i>Bds_{t-1}</i>	-0.007 (-0.852)	-0.007 (-0.840)	-0.007 (-0.849)
常数项	-0.098*** (-2.846)	-0.091*** (-2.661)	-0.094*** (-2.731)
<i>Yea/Ind</i>	控制	控制	控制
观测值	22 985	22 985	22 985
调整的 <i>R</i> ²	0.082	0.081	0.081

注: 括号内数据为聚类到公司个体层面标准误计算的t统计量, 下同。

高并购成功率。境外股东持股可以对中国企业的海外扩张行为提供隐性声誉担保, 向外界发送非政治性动机的信号。因此, 如果境外股东持股在中国企业海外扩张中具有信誉背书效应, 本研究预期当企业属于政治敏感型行业时, 境外股东对企业国际化的促进作用更强。

本研究参考2004年《加拿大投资法》和2007年美国颁布的《外国投资法与国家安全法》, 将如下5个行业界定为敏感型行业(*IN*): ①金融行业, 包括银行、保险、证券、信托等; ②能源行业, 包括石油、天然气等自然资源与其他稀缺资源产品行业; ③国防相关行业, 包括航空制造、军工等; ④通讯行业; ⑤运输业, 侧重点为铁路运输业。在样本筛选阶段, 本研究剔除金融行业样本。对照2012年中国证监会发布的《上市公司行业分类指引》, 设置4个哑变量: *Inde*为是否属于能源行业、*Indd*为是否属于国防相关行业、*Indt*为是否属于通讯行业、*Indc*为是否属于运输业。如果企业属于上述行业, 取值为1, 否则取值为0。另外, 设置哑变量*Inds*, 如果该企业属于上述4个敏感型行业之一, *IN*取值为1, 否则取值为0。将以上变量分别与*Fio*交乘后代入(1)式, 回归结果见表7。表7的(1)列~(4)列分别给出*Fio*与*Inde*、*Indd*、*Indt*和*Indc*交乘项的回归结果, 除(1)列中*Fio·Inde*的回归系数不显著以外, 其他交乘项的系数均至少在10%水平上显著为正。表7的(5)列中, *Fio·Inds*的系数在1%的水平上显著为正。综合上述结果可知, 与本研究的预期一致, 境外股东持股对国防、通讯和运输等敏感型行业企业的国际化具有显著的助推作用, 从而验证了本研究的理论预期。

4.3.2.2 企业社会责任的影响

企业履行社会责任能够影响外界对企业的感知和企业在市场中的声誉形象^[50], 承担更多社会责任的企业通常享有更高的市场声誉^[51]。已有研究表明, 主动履行社会责任使中国企业在实施海外战略扩张过程中更容易获得东道国利益相关方的认可^[52], 例如在跨国并购中, 企业履行社会责任能够向社会传递重视声誉的积极信号, 如收购方企业更可能满足东道国利益相关者的利益诉求, 更能够遵守规则和文化规范等, 进而增加东道国利益相关方对企业的认同, 促进并购的顺利完成和缩短并购交易持续的时间^[53]。若境外股东持股对跨国企业具有隐性声誉溢出效应, 则当跨国企业的社会责任绩效较低, 即市场声誉较差时, 这种声誉担保更为重要^[54]。因此, 本研究预期在企业国际化扩张过程中, 履行社会责任和境外股东持股能够形成两种可以相互替代的赢得东道国利益相关者信任的机制, 当企业的社会责任绩效较低时, 境外股东持股对企业国际化的提升作用更强。

本研究采用和讯网发布的上市公司社会责任报告评级体系得分作为企业社会责任绩效的测量指标, 该指标有总的企业社会责任评分和包括股东责任、员工责任、供应商与消费者权益责任、环境责任、社会责任5个维度的细分项目评分。采用*Csr*为企业社会责任总得分, 将*Fio·Csr*代入(1)式中进行回归, 结果见表8的(1)列, 可以发现, 交乘项系数为-0.003, 且在1%水平上显著为负, 表明当企业更少地履行社会责任时, 境外股东持股的信任媒介作用越强, 能更加有效地提升企业国际化水平。

表6 信息透明度对境外股东持股与企业国际化关系的影响
**Table 6 The Effect of Information Transparency on the Relationship
 between Foreign Ownership and Corporate Internationalization**

变量	DA (1)	RD (2)	Siz (3)	Syn (4)	ER (5)
$Fio_{t-1} \cdot IT_{t-1}$	0.787** (2.140)	2.978*** (2.979)	-0.072*** (-7.363)	0.048*** (3.232)	0.135*** (3.474)
IT_{t-1}	-0.041 (-1.574)	1.273*** (12.658)		-0.003* (-1.732)	-0.009*** (-3.108)
Fio_{t-1}	0.176*** (6.972)	0.164*** (6.928)	1.839*** (8.231)	0.235*** (11.843)	0.024 (0.330)
$Doms_{t-1}$	-0.059*** (-4.123)	-0.060*** (-4.486)	-0.055*** (-4.093)	-0.070*** (-5.014)	-0.044** (-2.529)
$Domp_{t-1}$	0.039*** (2.937)	0.036*** (2.969)	0.048*** (3.950)	0.028** (2.202)	0.044*** (2.920)
$Domi_{t-1}$	0.021 (1.567)	0.028** (2.210)	0.029** (2.299)	0.014 (1.081)	0.041*** (2.586)
Siz_{t-1}	0.005*** (3.717)	0.008*** (5.949)	0.011*** (8.222)	0.007*** (5.235)	0.006*** (3.101)
Lev_{t-1}	0.010 (1.153)	0.006 (0.825)	-0.0001 (-0.055)	-0.002 (-0.203)	0.016 (1.607)
Roa_{t-1}	-0.107*** (-3.654)	-0.145*** (-5.636)	-0.109*** (-4.267)	-0.109*** (-4.102)	-0.139*** (-4.142)
Age_{t-1}	-0.020*** (-4.801)	-0.013*** (-3.360)	-0.018*** (-4.689)	-0.021*** (-5.287)	-0.017*** (-3.740)
Top_{t-1}	-0.015 (-1.178)	-0.005 (-0.406)	-0.015 (-1.231)	-0.003 (-0.208)	-0.017 (-1.119)
Dua_{t-1}	0.021*** (5.911)	0.019*** (5.679)	0.020*** (6.069)	0.020*** (5.801)	0.022*** (5.732)
Inr_{t-1}	0.049* (1.646)	0.037 (1.312)	0.044 (1.545)	0.034 (1.197)	0.023 (0.616)
Bds_{t-1}	-0.007 (-0.757)	-0.009 (-1.006)	-0.006 (-0.701)	-0.009 (-1.012)	-0.015 (-1.215)
常数项	0.049 (1.206)	-0.040 (-1.066)	-0.089** (-2.349)	0.024 (0.625)	0.054 (1.019)
Yea/Ind	控制	控制	控制	控制	控制
观测值	20 229	22 985	22 985	21 788	14 975
调整的 R^2	0.082	0.092	0.084	0.081	0.080

4.3.3 身份认同机制

4.3.3.1 高管海外背景和文化对外开放度的影响

为了缓解来自东道国的身份认同压力,跨国企业可以通过采取与当地社会规范及法律法规相一致的组织实践、与在位者相类似的组织结构,或者与当地享有高度合法性的主体合作来强化自身的合法性^[34]。本研究通过考察高管海外背景和企业所在省份的文化对外开放程度的调节效应,识别境外股东持股能否通过提升身份认同影响企业国际化。拥有海外背

景的高管更加熟知海外市场,熟悉东道国市场的关切点,懂得如何更好地与东道国的利益相关方进行沟通和交流,化解不必要的误解和风险,从而有效克服来源国劣势和身份合法性问题^[55]。企业所在地的文化对外开放度越高,本地文化与外来文化的融合度越高,因而本地文化与世界其他主流文化的距离就越小,这有助于跨国企业突破东道国的文化壁垒,提升在当地的身份认同度^[56]。因此,若境外股东持股有助于提升跨国企业在东道国的身份认同,本研

表7 境外股东持股对敏感行业企业国际化的影响

Table 7 The Effect of Foreign Ownership and Internationalization of Firms in Politically Sensitive Industries

变量	<i>Inde</i> (1)	<i>Indd</i> (2)	<i>Indt</i> (3)	<i>Indc</i> (4)	<i>Inds</i> (5)
<i>Fio_{t-1}·IN</i>	-0.043 (-0.496)	0.499*** (7.827)	0.323*** (4.175)	0.117* (1.757)	0.236*** (5.236)
<i>IN</i>	-0.0002 (-0.011)	0.016 (1.216)	-0.057*** (-4.541)	-0.043*** (-3.155)	0.026** (2.024)
<i>Fio_{t-1}</i>	0.225*** (12.297)	0.217*** (11.982)	0.207*** (11.378)	0.215*** (11.521)	0.185*** (9.627)
<i>Doms_{t-1}</i>	-0.066*** (-4.917)	-0.066*** (-4.867)	-0.064*** (-4.776)	-0.068*** (-5.071)	-0.071*** (-5.260)
<i>Domp_{t-1}</i>	0.034*** (2.780)	0.035*** (2.864)	0.037*** (3.024)	0.031** (2.559)	0.030** (2.491)
<i>Domi_{t-1}</i>	0.021* (1.690)	0.023* (1.847)	0.024* (1.868)	0.020 (1.557)	0.020 (1.582)
<i>Siz_{t-1}</i>	0.007*** (5.305)	0.007*** (5.386)	0.007*** (5.488)	0.007*** (5.146)	0.006*** (4.970)
<i>Lev_{t-1}</i>	-0.001 (-0.184)	-0.003 (-0.341)	-0.001 (-0.118)	-0.001 (-0.174)	-0.001 (-0.141)
<i>Roa_{t-1}</i>	-0.104*** (-4.056)	-0.102** (-3.986)	-0.102*** (-3.987)	-0.102*** (-3.993)	-0.096*** (-3.773)
<i>Age_{t-1}</i>	-0.019*** (-5.025)	-0.019*** (-4.935)	-0.019*** (-4.943)	-0.019*** (-5.083)	-0.019*** (-5.038)
<i>Top_{t-1}</i>	-0.005 (-0.400)	-0.006 (-0.468)	-0.007 (-0.560)	-0.003 (-0.223)	-0.001 (-0.109)
<i>Dua_{t-1}</i>	0.020*** (6.077)	0.020*** (6.166)	0.020*** (5.954)	0.020*** (6.106)	0.020*** (6.100)
<i>Inr_{t-1}</i>	0.035 (1.238)	0.029 (1.011)	0.038 (1.324)	0.035 (1.230)	0.032 (1.104)
<i>Bds_{t-1}</i>	-0.007 (-0.847)	-0.010 (-1.176)	-0.007 (-0.830)	-0.007 (-0.835)	-0.009 (-1.041)
常数项	0.014 (0.371)	0.020 (0.539)	0.007 (0.177)	0.020 (0.535)	0.030 (0.804)
<i>Yea/Ind</i>	控制	控制	控制	控制	控制
观测值	22 985	22 985	22 985	22 985	22 985
调整的R ²	0.081	0.083	0.083	0.081	0.083

究预期当企业聘任具有海外背景的高管或企业所在地的文化对外开放程度越高时,境外股东持股对企业国际化的提升效应将减弱。

具体的,本研究定义高管海外背景哑变量为*Obc*,如果CEO具有海外国籍,或具有海外任职或求学经历,*Obc*取值为1,否则取值为0。本研究通过企业所在省份的教堂数量测量当地的文化对外开放程度,定义变量*JT*为企业所在省份的教堂数量加1的自然对数。回归结果见表8的(2)列和(3)列,与本研究预期一致,*Fio·Obc*和*Fio·JT*的系数均显著为负,且主

效应*Fio*的系数仍然显著为正,从而为验证境外股东持股影响企业国际化的提升身份认同机制提供证据。

4.3.3.2 境外股东持股与企业国际化中的区位选择

为了进一步验证境外股东持股能否通过提升身份认同发挥信任媒介的作用,本研究考察境外股东能否帮助中国的企业跨越制度和文化壁垒,将业务拓展到与中国的制度差异或文化距离更大的国家和地区。大量研究表明,制度和文化距离是造成外来者身份合法性挑战的重要原因^[37],信任能够降低跨

表8 境外股东持股与企业国际化:社会责任绩效、高管海外背景和文化开放度的影响

Table 8 Foreign Ownership and Corporate Internationalization: The Roles of Social Responsibility Performance, CEO Foreign Experience and Cultural Openness

变量	Fst_t		
	(1)	(2)	(3)
$Fio_{t-1} \cdot Csr_{t-1}$	-0.003*** (-2.959)		
$Fio_{t-1} \cdot Obc_{t-1}$		-0.073** (-1.985)	
$Fio_{t-1} \cdot JT_{t-1}$			-0.027** (-2.164)
Csr_{t-1}	0.0002 (1.066)		
Obc_{t-1}		0.047*** (7.116)	
JT_{t-1}			0.002 (1.313)
Fio_{t-1}	0.308*** (9.032)	0.218*** (9.781)	0.232*** (7.887)
$Doms_{t-1}$	-0.064*** (-4.662)	-0.059*** (-4.320)	-0.060*** (-4.443)
$Domp_{t-1}$	0.036*** (2.913)	0.032** (2.534)	0.036*** (2.919)
$Domi_{t-1}$	0.024* (1.838)	0.020 (1.519)	0.023* (1.795)
Siz_{t-1}	0.007*** (4.798)	0.005*** (2.870)	0.008*** (5.847)
Lev_{t-1}	0.001 (0.109)	0.012 (1.619)	-0.002 (-0.217)
Roa_{t-1}	-0.107*** (-3.837)	-0.108*** (-3.933)	-0.109*** (-4.210)
Age_{t-1}	-0.018*** (-4.712)	-0.020*** (-5.113)	-0.019*** (-5.073)
Top_{t-1}	-0.008 (-0.653)	-0.0004 (-0.023)	-0.007 (-0.529)
Dua_{t-1}	0.021*** (6.204)	0.021*** (6.366)	0.022*** (6.529)
Inr_{t-1}	0.043 (1.500)	0.043 (1.490)	0.037 (1.312)
Bds_{t-1}	-0.006 (-0.719)	-0.001 (-0.126)	-0.005 (-0.519)
常数项	0.005 (0.131)	0.018 (0.402)	0.042** (6.963)
Yea/Ind	控制	控制	控制
观测值	22 759	22 632	22 702
调整的 R^2	0.082	0.083	0.084

空间交易中因制度差异和地理距离产生的交易成本,是交易中的润滑剂^[27]。如果境外股东持股能够提升中方企业在东道国市场的身份认同,本研究预期境外股东持股将有助于缓解制度或文化距离对中国企业国际化中区位选择的制约,即公司在选择开拓海外目标市场时,能够承受的制度或文化距离更大。

为验证上述观点,本研究设置 Isd 为企业出口国与中国的最大制度距离;设置 Cld 为企业出口国家与中国之间最大文化距离。将 Isd 和 Cld 分别对 Fio 回归,检验境外股东持股对企业国际化中的区位选择的影响。 Isd 的具体计算方法为,①从中国海关数据库获取企业的进出口数据(能够获取到的包含企业名称的进出口数据的日期截至2016年),通过企业信息与上市公司匹配,得到上市公司的进出口数据,包括进出口类别、金额、出口国家等;②从世界银行获取国际学界公认的世界治理指数(WGI)得到各个国家制度的6个维度指标,包括公众话语权、问责制、效率、监管质量、法治水平和腐败控制,然后分别计算企业各出口国与中国的制度距离,取最大值。 Cld 的计算方法为,从霍夫斯泰德文化维度数据库网站获取世界各国的文化指数,具体包括权力距离、不确定性规避程度、个人主义倾向、社会男性气质程度、经济目标长期取向程度和社会成员自身放纵程度6个维度,与制度距离的计算方式类似,计算出企业出口国家与中国的文化距离,并取最大值。

表9的(1)列和(2)列分别给出 Isd 和 Cld 对 Fio 的回归结果。 Fio 回归系数均在1%水平上显著为正,说明境外股东持股促进了企业在与中国制度距离或者文化距离更大的国家(地区)进行国际化扩张,从而验证了境外股东的信任媒介功能。

4.4 稳健性检验

4.4.1 内生性问题

尽管前文的基准回归结果表明境外股东持股与企业国际化之间存在显著的正向关联性,但二者的关系可能是内生的。例如,境外股东可能选择投资国际化程度更高的企业,并且遗漏变量可能同时驱动境外股东持股和企业国际化发生变化。模型设定部分已通过将解释变量和控制变量滞后一期缓解内生性问题,本部分进一步采用多种方法缓解内生性问题所带来的估计偏误。

4.4.1.1 工具变量的两阶段回归

本研究采用工具变量两阶段最小二乘法(2SLS)缓解境外股东持股与企业国际化之间潜在的内生性问题。参考CHEN et al.^[43]的研究,本研究采用企业所在省份的地表起伏度作为境外股东持股的工具变量,用 Plo 表示。合格的工具变量需要同时满足相关性和外生性两个条件,相关性意味着工具变量要与内生变量相关,而外生性要求工具变量不直接影响因变量,也不通过内生变量以外的其他渠道影响因变量。省级层面的地表起伏度数据来自全球变化科学研究中心出版系统网站。更大的地表起伏度往往造成交通不便,影响交流和商品运输,不利于吸引外来

表9 境外股东持股与国际化中的区位选择

Table 9 Foreign Ownership and the Location
Choices in Internationalization

变量	<i>Isd</i> (1)	<i>Cld</i> (2)
<i>Fio</i> _{t-1}	0.543*** (6.726)	3.780*** (6.094)
<i>Doms</i> _{t-1}	-0.212*** (-3.128)	-1.477*** (-2.866)
<i>Domp</i> _{t-1}	0.106* (1.768)	0.485 (1.069)
<i>Domi</i> _{t-1}	-0.068 (-1.104)	-0.383 (-0.821)
<i>Siz</i> _{t-1}	-0.007 (-1.091)	-0.005 (-0.094)
<i>Lev</i> _{t-1}	-0.343*** (-8.924)	-2.338*** (-8.051)
<i>Roa</i> _{t-1}	-0.643*** (-5.047)	-4.899*** (-5.093)
<i>Age</i> _{t-1}	-0.337*** (-18.316)	-2.516*** (-17.617)
<i>Top</i> _{t-1}	0.143** (2.296)	1.071** (2.256)
<i>Dua</i> _{t-1}	0.086*** (5.057)	0.758*** (5.797)
<i>Inr</i> _{t-1}	-0.143 (-0.967)	-1.017 (-0.895)
<i>Bds</i> _{t-1}	0.190*** (4.154)	1.515*** (4.361)
常数项	1.282*** (5.935)	7.946*** (4.847)
<i>Yea/Ind</i>	控制	控制
观测值	17 268	17 268
调整的R ²	0.217	0.195

投资。但是,地表起伏度不可能直接影响企业的国际化,且企业国际化也不可能反过来影响地表特征。**表10**的(1)列为第一阶段*Fio*对*Plo*的回归结果,可以发现,工具变量*Plo*的系数在1%水平上显著为负,说明企业所在地的地表起伏度越大,境外股东持股的比例越低,并且Partial F统计量取值为22.893,大于弱工具变量的临界值10,表明工具变量满足相关性条件。**表10**的(2)列给出第二阶段的回归结果,*Fio*的系数在1%水平上显著为正,说明在通过工具变量缓解内生性问题带来的估计偏误后,境外股东持股提高企业国际化水平的结论仍然成立。

4.4.1.2 Heckman两阶段模型

考虑到境外股东可能选择性地持股国际化程度

更高的企业,从而导致OLS估计出现选择性偏差。因此,本部分采用Heckman两阶段模型缓解由此引起的内生性问题。**①**构建一个是否有境外股东持股的虚拟变量*Fiod*,当企业前十大股东中包含境外股东时取值为1,否则取值为0;**②**执行第一阶段回归,即以*Fiod*作为被解释变量对工具变量*Plo*和(1)式中的控制变量进行回归,计算企业是否有境外股东持股的IMR值(inverse mills ratio, IMR),记为*Lam*;**③**将*Lam*代入(1)式中执行第二阶段回归。Heckman两阶段模型的回归结果见**表10**的(3)列和(4)列。在(3)列的第一阶段Probit回归中,工具变量*Plo*的回归系数为-0.127,且在1%水平上显著;在(4)列的第二阶段回归中,*Fio*的系数在1%水平上显著,说明在缓解了选择性偏差之后,境外股东持股对企业国际化的促进作用仍然成立。

4.4.1.3 倾向得分匹配法(PSM)

由于境外股东可能选择性地持有不同企业的股票,有境外股东持股的企业和没有境外股东持股的企业可能存在系统性差异。本部分进一步通过倾向得分匹配法为每一个有境外股东持股的观测匹配一个其他方面最为相似但未存在境外股东持股的观测,以此来缓解内生性问题。以基准回归模型中的所有控制变量作为协变量,运用Logit模型逐年计算倾向性得分,然后根据1:1的配对原则,采用不放回最近邻匹配法进行匹配,构建出匹配的对照样本,将用匹配后的对照样本与实验组样本一起重新执行(1)式。**表11**给出实验组和对照组一起执行(1)式重新回归后的结果,可以发现,*Fio*的回归系数在1%水平上显著为正,说明即使在通过PSM方法缓解内生性问题后,境外股东促进中国企业国际化发展的结果依然稳健。

4.4.1.4 双重差分模型(DID)

本研究参考罗宏等^[57]的做法,采用境外股东持股情况的变化构建双重差分模型(DID)进一步缓解内生性问题。具体的,本研究定义第一个处理组企业为由没有境外股东持股变为有境外股东持股(无变有)的企业,并且根据境外股东持股状态变化年份,采用基于PSM的最近邻匹配法,为每一家处理组企业匹配一家在事件时间窗口(前后2年)未有境外股东持股的企业,形成第一个控制组样本;定义第二个处理组企业为由有境外股东持股变为没有境外股东持股(有变无)的企业,并按照类似的标准为每一家处理组企业匹配一家在事件窗口一直有境外股东持股的企业,构成第二个控制组样本。具体模型为

$$Fst_{i,t} = \alpha_0 + \alpha_1 Tre_{i,t-1} \cdot Pos_{i,t-1} + \alpha_2 Tre_{i,t-1} + \sum \alpha_k X_{i,t-1} + Yea + Ind + \varphi_{i,t-1} \quad (2)$$

其中, α_0 为截距项; α_1 和 α_2 为变量的估计系数, $\varphi_{i,t-1}$ 为残差项, *Tre*为样本企业是否为处理组的哑变量,根据境外股东有无持股的变化类型,设置 *Tre1*为境外股东持股从无到有的企业,设置 *Tre2*为境外股东持股从有到无的企业,如果样本企业为处理组,取值

表 10 工具变量的两阶段回归结果
Table 10 Two-stage Regression Results of Instrumental Variable Approach

变量	两阶段最小二乘法		Heckman两阶段回归法	
	第一阶段		第二阶段	
	<i>Fio</i> _{t-1} (1)	<i>Fst</i> _t (2)	<i>Fiod</i> _{t-1} (3)	<i>Fst</i> _t (4)
<i>Fio</i> _{t-1}		3.747*** (10.253)		0.212*** (10.641)
<i>Plo</i> _{t-1}	-0.006*** (-10.881)		-0.127*** (-9.373)	
<i>Doms</i> _{t-1}	-0.393*** (-35.358)	1.330*** (8.844)	-2.785*** (-30.021)	-0.071*** (-5.193)
<i>Domp</i> _{t-1}	-0.360*** (-39.871)	1.304*** (9.653)	-3.774*** (-41.251)	0.029** (2.371)
<i>Domi</i> _{t-1}	-0.328*** (-32.682)	1.187*** (9.361)	-2.539*** (-29.886)	0.017 (1.371)
<i>Siz</i> _{t-1}	0.010*** (14.620)	-0.028*** (-6.283)	0.244*** (23.826)	0.007*** (5.373)
<i>Lev</i> _{t-1}	-0.033*** (-9.805)	0.120*** (6.481)	-0.416*** (-6.781)	-0.002 (-0.242)
<i>Roa</i> _{t-1}	0.153*** (13.963)	-0.649*** (-8.871)	3.251*** (13.816)	-0.102*** (-3.981)
<i>Age</i> _{t-1}	-0.032*** (-17.245)	0.095*** (6.878)	-0.233*** (-8.621)	-0.019*** (-5.10)
<i>Top</i> _{t-1}	0.264*** (28.240)	-0.944*** (-9.136)	1.750*** (19.842)	-0.002 (-0.148)
<i>Dua</i> _{t-1}	0.006*** (4.275)	-0.003 (-0.452)	0.138*** (5.801)	0.020*** (6.103)
<i>Inr</i> _{t-1}	0.040*** (2.933)	-0.099* (-1.755)	0.459** (2.172)	0.036 (1.246)
<i>Bds</i> _{t-1}	0.028*** (6.413)	-0.103*** (-5.162)	0.195*** (2.853)	-0.007 (-0.809)
<i>Lam</i>				0.003 (1.601)
常数项	-0.054*** (-2.717)	0.345*** (4.077)	-5.349*** (-17.853)	0.014 (0.381)
<i>Yea/Ind</i>	控制	控制	控制	控制
观测值	22 971	22 971	22 971	22 971
调整的 <i>R</i> ²	0.271			
伪 <i>R</i> ²			0.166	

为1,否则取值为0。*Pos*为境外股东有无持股变化前年后年度的哑变量,根据有无持股的前后变化,设置*Pos1*和*Pos2*分别表示境外股东持股份从无到有以及从有到无的企业,若为变化之后年份,取值为1,否则取值为0。

回归结果见表12,*Tre1·Pos1*的系数显著为正,*Tre2·Pos2*的系数显著为负,表明相较于控制组企业,处理组企业的国际化程度在境外股东进入后显著提升,并且在境外股东退出后显著下降,从而进一步印证了境外股东持股对企业国际化的因果效应。

4.4.2 其他稳健性检验

(1) 扩展样本区间。为避免金融危机对本研究结论的影响, 将样本区间设置为由 2010 年开始。现将样本起始年度设定为 2003 年, 重新执行 (1) 式回归。**表 13** 列 (1) 给出回归结果, Fio 的系数在 1% 水平上显著, 研究结论未发生改变, 即境外股东持股有助于推进中国企业的国际化水平。

(2) 高维固定效应。为了避免省份随时间变量的因素对本研究结论的影响, 本研究在基准回归模型的基础上, 进一步增加了省份固定效应, 设置变量 Pro 表示省份固定效应。**表 13** 的 (2) 列给出回归结果, Fio 的系数在 5% 水平上显著为正。

(3) 改变境外股东持股的测量方法。本研究采用以下两种方式测量境外股东持股进行稳健性检验。①设置变量 $Fion$, 为企业拥有的境外股东数量, 由上市公司前十大股东中境外股东的数量加 1 取自然对数获得; ②设置虚拟变量 $Fiod$, 当企业的前十大股东中有境外股东持股时, 取值为 1, 否则取值为 0。分别采用上述两种解释变量的测量方式, 重新执行 (1) 式。**表 13** 的 (3) 列和 (4) 列给出回归结果, 可以发现, $Fiod$ 和 $Fion$ 的系数均在 1% 水平上显著为正, 说明本研究的研究结果具有稳健性。

(4) 改变企业国际化的测量方法。本研究采用以下两种方式测量企业国际化进行稳健性检验。①设置变量 $Fsts$ 为企业获得海外收入的不同国家数量, 从中国海关数据库获取上市公司出口国家的数据, 由企业不同出口国家的数量加 1 取自然对数得到; ②设置哑变量 $Fstd$ 为企业是否有海外收入, 当企业有海外销售收入时取值为 1, 否则取值为 0。分别采用上述两种被解释变量的测量方式, 重新执行 (1) 式回归。**表 13** 的 (5) 列和 (6) 列给出回归结果, 可以发现, 被解释变量 $Fsts$ 和 $Fstd$ 对 Fio 回归的系数均在 1% 水平上统计显著为正, 说明本研究的研究结果具有稳健性。

5 拓展性分析: 区分不同类型的境外股东

5.1 境外股东来源国治理水平的影响

由前文的分析可知, 境外股东持股可以为中方企业的信誉背书, 向东道国利益相关方传递企业强治理能力的积极信号, 是跨国企业信誉的一个隐性担保, 进而促进交易双方信任的建立。来自治理水平较高的国家的境外股东持股将具有更强的隐性担保作用。对自我交易的限制程度是测量一国治理水平的关键指标, 对自我交易的限制越强, 意味着国家层面的投资者保护越强^[14]。因此, 本研究参考 DJAN-KOV et al.^[58] 披露的境外机构投资者来源国的反自我交易指数 (anti-self-dealing index) 测量来源地的投资者保护水平。分别计算企业的前十大股东中来自有法律条文限制自我交易国家的境外股东持股比例之和, 以及来自没有法律条文限制自我交易国家的境外股东持股比例之和, 分别设置为变量 $Fioa$ 和 $Fion$, 并将两个变量同时纳入 (1) 式进行回归。**表 14** 的 (1) 列给

表 11 PSM 回归结果

Table 11 Regression Results for PSM Matched Samples

变量	Fst_t (1)
Fio_{t-1}	0.213*** (11.430)
$Doms_{t-1}$	-0.071*** (-3.711)
$Domp_{t-1}$	0.031 (1.569)
$Domi_{t-1}$	0.021 (1.174)
Siz_{t-1}	0.002 (1.092)
Lev_{t-1}	0.005 (0.462)
Roa_{t-1}	-0.206*** (-5.211)
Age_{t-1}	-0.029*** (-5.482)
Top_{t-1}	-0.011 (-0.621)
Dua_{t-1}	0.021*** (4.431)
Inr_{t-1}	0.038 (1.029)
Bds_{t-1}	0.004 (0.370)
常数项	0.022 (0.469)
Yea/Ind	控制
观测值	12 278
调整的 R^2	0.103

出回归结果, 可以发现, $Fioa$ 的回归系数在 1% 水平上显著为正, $Fion$ 的系数不显著, 这说明境外股东持股与企业国际化之间的关系主要由来自投资者保护更强的国家(地区)的境外机构股东驱动。

5.2 境外股东持股渠道的影响

中国上市公司的境外股东可以划分为两大类, 第一类是通过外商直接投资渠道进入中国的境外资本, 它们成立了中外合资企业, 在转制上市之前已是企业的股东; 第二类是在企业上市后买入公司股票的境外股东, 主要包括 QFII、B/H 股股东以及通过深港通和沪港通进入的境外投资者等, 被称为境外投资组合型投资者。有研究认为, 外商直接投资股东相较于境外投资组合型股东更有可能大额持股, 对企业管理过程具有更强的控制力, 且退出成本更高, 因而更加关注企业的长远发展, 具有更强的动力参与

表 12 境外股东持股与企业国际化: DID 方法
Table 12 Foreign Ownership and Corporate Internationalization: DID Approach

变量	从无到有	从有到无
	Fst_t (1)	Fst_t (2)
$Tre1_{t-1} \cdot Pos1_{t-1}$	0.002** (2.035)	
$Tre1_{t-1}$	-0.004 (-0.330)	
$Tre2_{t-1} \cdot Pos2_{t-1}$		-0.005** (-2.046)
$Tre2_{t-1}$		-0.028*** (-4.398)
$Doms_{t-1}$	-0.063 (-1.611)	-0.159*** (-2.820)
$Domp_{t-1}$	0.074*** (2.605)	-0.026 (-0.916)
$Domi_{t-1}$	0.011 (0.313)	-0.070*** (-2.456)
Siz_{t-1}	0.012*** (3.112)	-0.002 (-0.413)
Lev_{t-1}	-0.024** (-2.361)	0.021** (1.981)
Roa_{t-1}	-0.167*** (-5.555)	-0.142*** (-2.742)
Age_{t-1}	-0.005 (-1.051)	-0.033*** (-3.534)
Top_{t-1}	-0.003 (-0.123)	0.061*** (5.571)
Dua_{t-1}	0.031*** (3.831)	0.028*** (4.731)
Inr_{t-1}	0.098 (1.053)	0.022 (0.281)
Bds_{t-1}	-0.016 (-0.511)	0.033 (1.321)
常数项	-0.200 (-1.349)	0.086 (0.797)
Yea/Ind	控制	控制
观测值	5 748	5 024
调整的 R^2	0.075	0.097

企业的长期经营^[59];而境外投资组合型股东由于持股数量较少且退出成本较低,往往没有动力介入企业的管理过程^[60]。但也有研究发现,境外投资组合型股东对中国企业的实际经营决策具有重要的影响^[61]。

为此,本部分检验投资组合型境外股东和外商直

接投资型境外股东对企业国际化的影响。设置变量 $Fiop$ 为投资组合型境外股东的持股比例,等于企业前十大股东中 QFII、B/H 股股东以及深港通和沪港通股东持股比例之和;设置变量 $Fiof$ 为外商直接投资型境外股东,通过 Fio 减去 $Fiop$ 得到。**表 14** 的(2)列给出回归结果, $Fiop$ 和 $Fiof$ 的回归系数至少在 5% 水平上显著为正,表明无论是外商直接投资型境外股东持股还是投资组合型境外股东持股均能够提升企业的国际化水平。

6 结论

6.1 研究结果

本研究从构建双方信任的视角探究境外股东持股是否以及如何影响中国企业的国际化进程。通过选取 2010 年至 2019 年 A 股 3 327 家上市公司样本及手工收集的境外股东数据,考察境外股东持股对中国企业国际化水平的影响及作用机理。研究发现,境外股东持股能够显著提升中国企业的国际化水平,该结论即使在通过工具变量法缓解内生性偏差后仍然成立。对作用机制的检验发现,境外股东持股可以在中方企业与海外市场利益相关方之间建立一种有效的信任机制,助推中国企业实现国际化扩张,具体表现为当企业信息透明度更低、属于敏感型行业或履行较少社会责任时,境外股东对企业国际化的促进作用更强;当企业聘任具有海外背景的高管或企业所在地的文化对外开放程度提高时,境外股东持股对企业国际化的提升效应将减弱;并且,境外股东可以帮助中国企业突破制度和文化壁垒,将业务拓展到与中国的制度差异或文化距离更大的国家和地区。进一步研究发现,境外股东持股与企业国际化之间的正向关系主要是由来自治理水平较高的国家的境外股东驱动的,并且无论是外商直接投资型还是投资组合型的境外股东持股,均有助于提升中国企业的国际化水平。

6.2 理论贡献

(1) 本研究将境外股东持股视为缓解中国企业国际化信任困境的一个可能的突破口,从微观层面考察一种可直接观测的信任机制(通道)对中国企业走出去的影响。已有研究主要从政治、法律、文化、政府政策等宏观层面探讨造成企业海外扩张受阻的原因。例如李诗等^[49]发现涉及政治敏感性行业的海外并购更容易引发东道国利益相关方的猜忌和抵制,并购成功的可能性更低,而东道国国民与中国人之间更高的互信程度,以及中国与东道国更密切的外交关系能够缓解利益相关方的担忧,提高并购成功率。本研究探究境外股东作为境内外公司之间天然的互信关系桥梁,能否帮助新兴市场国家的企业突破和跨越政治、文化、政策等壁垒,实现全球范围内的业务扩张。

(2) 本研究从企业国际化中的信任机制(关系)构建的视角,拓展了境外股东持股在新兴市场国家的作用边界的研究。已有的大量研究表明,国际金融

表 13 其他稳健性检验结果
Table 13 Results of Additional Robustness Tests

变量	扩展样本区间		高维固定效应		改变境外股东的测量方式		改变国际化的测量方式	
	Fst_t (1)	Fst_t (2)	Fst_t (3)	Fst_t (4)	$Fsts_t$ (5)	$Fstd_t$ (6)		
$Fi_{o_{t-1}}$	0.207*** (13.362)	0.143** (2.211)			0.427*** (4.793)	0.418*** (12.194)		
$Fi_{od_{t-1}}$			0.011*** (6.981)					
$Fi_{on_{t-1}}$				0.030*** (8.972)				
$Doms_{t-1}$	-0.062*** (-5.541)	0.006 (0.252)	-0.135*** (-9.963)	-0.131*** (-9.662)	-0.256*** (-3.479)	-0.258*** (-8.232)		
$Dom_{p_{t-1}}$	0.028*** (2.611)	0.011 (0.445)	-0.024* (-1.931)	-0.017 (-1.401)	0.093 (1.443)	0.105*** (3.884)		
$Dom_{i_{t-1}}$	0.009 (0.892)	-0.002 (-0.092)	-0.033*** (-2.582)	-0.031** (-2.411)	-0.086 (-1.314)	0.014 (0.507)		
Siz_{t-1}	0.005*** (5.131)	0.010*** (2.782)	0.007*** (5.536)	0.007*** (5.251)	0.020*** (2.955)	0.072*** (24.133)		
Lev_{t-1}	-0.007 (-1.326)	0.001 (0.066)	-0.005 (-0.701)	-0.005 (-0.686)	-0.361*** (-8.590)	0.016 (0.900)		
Roa_{t-1}	-0.056*** (-3.071)	-0.045** (-2.032)	-0.090*** (-3.496)	-0.095*** (-3.692)	-0.725*** (-5.701)	-0.114* (-1.939)		
Age_{t-1}	-0.026*** (-8.073)	-0.029** (-1.971)	-0.026*** (-6.832)	-0.024*** (-6.482)	-0.382*** (-17.491)	-0.071*** (-8.614)		
Top_{t-1}	-0.004 (-0.381)	-0.007 (-0.272)	0.043*** (3.371)	0.039*** (3.132)	0.201*** (3.008)	-0.046* (-1.665)		
Dua_{t-1}	0.019*** (6.629)	-0.006 (-1.518)	0.021*** (6.235)	0.021*** (6.171)	0.093*** (5.025)	0.031*** (4.299)		
Inr_{t-1}	-0.006 (-0.253)	-0.023 (-0.661)	0.0393 (1.363)	0.039 (1.331)	-0.221 (-1.342)	0.053 (0.791)		
Bds_{t-1}	-0.004 (-0.542)	-0.021 (-1.312)	-0.003 (-0.290)	-0.003 (-0.351)	0.188*** (3.759)	-0.003 (-0.117)		
常数项	-0.049* (-1.803)	0.037 (0.386)	-0.076** (-2.160)	-0.072** (-2.071)	0.720*** (3.305)	-1.320*** (-16.084)		
Yea/Ind	控制	控制	控制	控制	控制	控制		
Pro	未控制	控制	未控制	未控制	未控制	未控制		
观测值	30 557	22 985	22 985	22 985	22 985	22 985		
调整的 R^2	0.086	0.008	0.074	0.075	0.235	0.173		

资本凭借其在全球范围内的投资网络,与世界上大量优秀的企业建立联系,能够带动优秀的公司治理实践、管理实践经验、创新理念、技术知识、商业伦理等在全球范围内流动和传播,对东道国企业的实际经济活动具有重要的影响,包括实现并购的价值创造^[54],促进投资效率提升^[19]、使企业经营符合国际

规范^[12]和提升企业市场价值^[14]等。但鲜有研究关注境外股东引进来如何影响东道国企业走出去,特别对境外股东在构建信任关系中所扮演的角色缺少关注。本研究基于中国独特的制度情境和中国企业在国际化扩张过程中独特的信任需求,将境外股东的作用边界延伸到交易信任关系构建层面,考察在中

表 14 境外股东类型与企业国际化
Table 14 Types of Foreign Shareholders
and Corporate Internationalization

变量	<i>Fst_t</i>	
	(1)	(2)
<i>Fioa_{t-1}</i>	0.243*** (12.585)	
<i>Fion_{t-1}</i>	0.079 (1.589)	
<i>Fiof_{t-1}</i>		0.250*** (11.327)
<i>Fiop_{t-1}</i>		0.027** (2.474)
<i>Doms_{t-1}</i>	-0.064*** (-4.771)	-0.056*** (-4.003)
<i>Domp_{t-1}</i>	0.036*** (2.936)	0.044*** (3.348)
<i>Domi_{t-1}</i>	0.023* (1.828)	0.024* (1.776)
<i>Siz_{t-1}</i>	0.007*** (5.216)	0.009*** (6.619)
<i>Lev_{t-1}</i>	-0.001 (-0.173)	-0.001 (-0.123)
<i>Roa_{t-1}</i>	-0.105*** (-4.092)	-0.110*** (-4.212)
<i>Age_{t-1}</i>	-0.018*** (-4.860)	-0.021*** (-5.240)
<i>Top_{t-1}</i>	-0.007 (-0.554)	-0.015 (-1.162)
<i>Dua_{t-1}</i>	0.020*** (6.092)	0.020*** (5.724)
<i>Inr_{t-1}</i>	0.031 (1.095)	0.039 (1.350)
<i>Bds_{t-1}</i>	-0.007 (-0.859)	-0.005 (-0.543)
常数项	-0.090*** (-2.631)	-0.008 (-0.172)
<i>Yea/Ind</i>	控制	控制
观测值	22 985	21 364
调整的R ²	0.082	0.082

国境外股东对企业实际经济活动的长期影响。

(3)本研究能够为人们理解信任机制在跨境复杂交易中的作用提供新的理论视角和经验证据。由于现实世界中契约的不完全性,互信关系在复杂交易中发挥更为重要的作用。BOTTAZZI et al.^[62]的研究表明,交易各方之间的互信关系与交易合同的复杂

度存在互补关系,缔约各方之间更高的互信程度有助于达成复杂度更高的交易。并且,更高的互信程度也有助于解决合同执行过程中可能遇到的分歧和困难^[27]。相较于国内交易,跨境交易面临的不确定性和信息不对称程度更高,交易的结构和条款细节通常更为复杂。与已有研究考察外部法律制度与文化环境对企业拓展海外业务的影响不同,本研究通过由境外股东持股形成的交易层面的互信关系,可以直接更近距离地观察和识别信任机制在跨境复杂交易中的作用。

6.3 研究启示

(1)将外资引进来和促进本国企业走出去是相辅相成的。本研究结果表明,无论是通过FDI渠道引进的境外资本,还是通过股票市场渠道引进的国际金融资本,均有助于中国企业突破由制度、文化、政策差异等造成信任障碍,实现在全球范围内的业务扩张。因此,在政策设计方面,可以将引进外资的政策与帮助国内企业走出去的政策纳入统一的政策设计框架,在将外资大力引进来的同时,可以为外资赋能中国企业走出去提供良好的政策环境和便利条件,进一步发挥外资在畅通国内国际双循环中的连接器作用,更好地利用外资助推实体经济高质量发展。

(2)引进外资的政策,除了要注重外资流入量的增长,还需要更加关注外资引进结构的优化和质量的提升。经历了四十余年外资持续大规模流入,中国的招商引资政策正逐渐由引资规模导向转向质量与效益并重。优化外资引进结构,使其符合国家和地区经济社会发展需求,是提升外资使用效率、实现经济可持续发展的关键。来源国(地区)的法律制度环境会在很大程度上影响境外股东在东道国的作用,本研究表明,境外股东对中国企业开拓海外市场的促进作用主要是由来自法律制度环境和投资者保护更强的国家(地区)的境外机构股东驱动的,而来自投资者保护较弱的国家(地区)的外资股东的作用并不显著。

(3)引进境外股东可能是中国企业管控国际投资与海外经营风险的重要抓手。长期以来,中国企业在走出去的过程中遇到诸多困难和风险,包括合规性问题、竞争中立问题、文化冲突问题等,这些问题和风险伴随着近年来地缘政治冲突的恶化和逆全球化浪潮进一步恶化。如何在积极融入全球产业链、布局海外市场的同时,有效管控海外业务风险,成为跨国企业面临的重要挑战。本研究表明,引入境外股东可以帮助国内企业与海外市场利益相关者建立一种信任机制,成为企业降低国际投资和海外经营风险的一种可选路径。

6.4 研究局限

首先,由于数据可得性的限制,本研究未能更深入地识别境外股东是否能够帮助中国企业将业务拓展到其来源国(地区)的市场;其次,尽管本研究尝试将中国上市公司的境外股东划分为通过外商直接投资渠道进入的股东和通过股票市场买卖渠道进入的

股东,但由于无法直接观察到股东来源的具体信息,这两种股东类型的划分可能存在一定的偏差;最后,尽管本研究通过工具变量法、Heckman两阶段模型等多种方法尽可能缓解境外股东持股的内生性问题,但考虑到境外股东通常选择性地投资于不同的企业,如何有效地识别境外股东对企业行为的因果效应仍然是现有主流研究面临的共同难题。

参考文献:

- [1] ARROW K J. Gifts and exchanges. *Philosophy & Public Affairs*, 1972, 1: 343–362.
- [2] ZAHEER A, KAMAL D F. Creating trust in piranha-infested waters: the confluence of buyer, supplier and host country contexts. *Journal of International Business Studies*, 2011, 42(1): 48–55.
- [3] 李德辉,范黎波.从“外来者”到“局内人”:中国企业跨国并购中的文化摩擦. *南开管理评论*, 2022, 25(3): 35–48.
LI Dehui, FAN Libo. From outsiders to insiders: cultural frictions in cross-border M&As by Chinese companies. *Nankai Business Review*, 2022, 25(3): 35–48.
- [4] 刘青,陶攀,洪俊杰.中国海外并购的动因研究:基于广延边际与集约边际的视角. *经济研究*, 2017, 52(1): 28–43.
LIU Qing, TAO Pan, HONG Junjie. The motivation for China's overseas M&As: the extensive margin and the intensive margin. *Economic Research Journal*, 2017, 52(1): 28–43.
- [5] 李维安.超越“阴谋论”的国际并购与企业可持续创新. *南开管理评论*, 2010, 13(4): 1.
LI Weian. International mergers and acquisitions beyond “conspiracy theories” and corporate sustainable innovation. *Nankai Business Review*, 2010, 13(4): 1.
- [6] 钟宇桦,温日光,刘学锐.“五年规划”与中国企业跨境并购. *经济研究*, 2019, 54(4): 149–164.
ZHONG Ninghua, WEN Riguang, LIU Xueyue. The five-year plans and Chinese firms' cross-border mergers and acquisitions. *Economic Research Journal*, 2019, 54(4): 149–164.
- [7] 魏江,王丁,刘洋.来源国劣势与合法化战略:新兴经济企业跨国并购的案例研究. *管理世界*, 2020, 36(3): 101–119.
WEI Jiang, WANG Ding, LIU Yang. Disadvantages of original country and legitimacy strategies: case studies on EMNEs' cross-border M&A. *Journal of Management World*, 2020, 36(3): 101–119.
- [8] FERREIRA M A, MASSA M, MATOS P. Shareholders at the gate? Institutional investors and cross-border mergers and acquisitions. *The Review of Financial Studies*, 2010, 23(2): 601–644.
- [9] HUMPHERY-JENNER M, SUCHARD J A. Foreign venture capitalists and the internationalization of entrepreneurial companies: evidence from China. *Journal of International Business Studies*, 2013, 44(6): 607–621.
- [10] 郭娟娟,冼国明,徐邦栋.外资进入与国内价值链地位提升. *金融研究*, 2022(5): 20–37.
GUO Juanjuan, XIAN Guoming, XU Bangdong. Foreign capital entry and national value chain upgrade. *Journal of Financial Research*, 2022(5): 20–37.
- [11] LI Z, WANG P, WU T L. Do foreign institutional investors drive corporate social responsibility? Evidence from listed firms in China. *Journal of Business Finance & Accounting*, 2021, 48(1/2): 338–373.
- [12] FANG V W, MAFFETT M, ZHANG B H. Foreign institutional ownership and the global convergence of financial reporting practices. *Journal of Accounting Research*, 2015, 53(3): 593–631.
- [13] ABDELSALAM O, CHANTZIARAS A, BATTEEN J A, et al. Major shareholders' trust and market risk: substituting weak institutions with trust. *Journal of Corporate Finance*, 2021, 66: 101784–101784–21.
- [14] AGGARWAL R, EREL I, FERREIRA M, et al. Does governance travel around the world? Evidence from institutional investors. *Journal of Financial Economics*, 2011, 100(1): 154–181.
- [15] 刘贝贝,李春涛.合格境外机构投资者与公司盈余管理. *管理科学*, 2022, 35(2): 97–110.
LIU Beibei, LI Chuntao. Qualified foreign institutional investor and corporate earnings management. *Journal of Management Science*, 2022, 35(2): 97–110.
- [16] 卢锐,赵家悦,刘畅,等.资本市场开放的公司治理效应:基于控股股东股权质押的视角. *会计研究*, 2022(2): 164–178.
LU Rui, ZHAO Jiayue, LIU Chang, et al. Corporate governance effect of capital market liberalization: evidence from controlling shareholders' share pledging. *Accounting Research*, 2022(2): 164–178.
- [17] 毛其淋,杨晓冬.破解中国制造业产能过剩的新路径:外资开放政策的视角. *金融研究*, 2022(7): 38–56.
MAO Qilin, YANG Xiaodong. A new way to solve China's manufacturing overcapacity: an empirical study based on the perspective of foreign investment opening policy. *Journal of Financial Research*, 2022(7): 38–56.
- [18] 李勃昕,董雨,朱承亮,等.双向跨境投资、技术创新与生产效率. *管理科学*, 2023, 36(2): 35–52.
LI Boxin, DONG Yu, ZHU Chengliang, et al. Bidirectional cross border investment, technology innovation and production efficiency. *Journal of Management Science*, 2023, 36(2): 35–52.
- [19] 庄明明,梁权熙.境外机构投资者能促进企业投资效率提升吗?. *世界经济研究*, 2021(2): 102–117.
ZHUANG Mingming, LIANG Quanxi. Foreign institutional ownership and investment efficiency. *World Economy Studies*, 2021(2): 102–117.
- [20] 宋渊洋,李元旭,王宇露.企业资源、所有权性质与国际化程度:来自中国制造业上市公司的证据. *管理评论*, 2011, 23(2): 53–59, 92.
SONG Yuanyang, LI Yuanxu, WANG Yulu. Firm resources, ownership and internationalization: evidence from Chinese manufacturing listed companies. *Management Review*, 2011, 23(2): 53–59, 92.
- [21] 任鸽,陈伟宏,钟熙.高管国际经验、环境不确定性与企业国际化进程. *外国经济与管理*, 2019, 41(9): 109–121.
REN Ge, CHEN Weihong, ZHONG Xi. TMT international experience, environmental uncertainty and the process of enterprise internationalization. *Foreign Economics & Management*, 2019, 41(9): 109–121.
- [22] 姚凯,王亚娟.海归高管与企业国际化:基于我国高科技上市公司的实证研究. *经济理论与经济管理*, 2020(11): 55–71.
YAO Kai, WANG Yajuan. Returned executives and internationalization of enterprises: empirical study on China's listed high-tech companies. *Economic Theory and Business Management*, 2020(11):

- 55–71.
- [23] 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.《科学学与科学技术管理》,2018,39(3): 77–91.
- ZHONG Xi, SONG Tiebo, CHEN Weihong, et al. Promoting or obstruction: research on the influence of board capital on enterprise's internationalization strategy. *Science of Science and Management of S.&T.*, 2018, 39(3): 77–91.
- [24] 宋渊洋,李元旭.控股股东决策控制、CEO激励与企业国际化战略.《南开管理评论》,2010,13(4): 4–13, 27.
- SONG Yuanyang, LI Yuanxu. Decision control of controlling shareholder, CEO incentive and firm internationalization strategy. *Nankai Business Review*, 2010, 13(4): 4–13, 27.
- [25] ZAHRA S A. International expansion of U.S. manufacturing family businesses: the effect of ownership and involvement. *Journal of Business Venturing*, 2003, 18(4): 495–512.
- [26] 徐炜,马树元,王赐之.家族涉入、国有股权与中国家族企业国际化.《经济管理》,2020,42(10): 102–119.
- XU Wei, MA Shuyuan, WANG Cizhi. Family involvement, state-owned equity and internationalization of Chinese family firms. *Business and Management Journal*, 2020, 42(10): 102–119.
- [27] ZOU T J, ERTUG G, CUYPERS I R P, et al. Trust across borders: a review of the research on interorganizational trust in international business. *Journal of International Business Studies*, 2023, 54(8): 1379–1401.
- [28] ERTUG G, CUYPERS I R P, NOORDERHAVEN N G, et al. Trust between international joint venture partners: effects of home countries. *Journal of International Business Studies*, 2013, 44(3): 263–282.
- [29] GUIZO L, SAPIENZA P, ZINGALES L. Trusting the stock market. *The Journal of Finance*, 2008, 63(6): 2557–2600.
- [30] LEWICKI R J, BUNKER B B. Developing and maintaining trust in work relationships//KRAMER R M, TYLER T R. *Trust in Organizations: Frontiers of Theory and Research*. London: Sage Publications, 1996: 114–139.
- [31] LINDSKOLD S. Trust development, the GRIT proposal, and the effects of conciliatory acts on conflict and cooperation. *Psychological Bulletin*, 1978, 85(4): 772–793.
- [32] KELLEY H H, STAHELSKI A J. Social interaction basis of co-operators' and competitors' beliefs about others. *Journal of Personality and Social Psychology*, 1970, 16(1): 66–91.
- [33] 黄孝武.企业间信任问题理论述评.《经济学动态》,2002(10): 59–64.
- HUANG Xiaowu. Comment on the theory of interfirm trust. *Economic Perspectives*, 2002(10): 59–64.
- [34] MEYER K E, DING Y, LI J, et al. Overcoming distrust: how state-owned enterprises adapt their foreign entries to institutional pressures abroad. *Journal of International Business Studies*, 2014, 45(8): 1005–1028.
- [35] KOSTOVA T, ROTH K. Adoption of an organizational practice by subsidiaries of multinational corporations: institutional and relational effects. *Academy of Management Journal*, 2002, 45(1): 215–233.
- [36] CHAN C M, MAKINO S. Legitimacy and multi-level institutional environments: implications for foreign subsidiary ownership structure. *Journal of International Business Studies*, 2007, 38(4): 621–638.
- [37] LU J W, XU D A. Growth and survival of international joint ventures: an external-internal legitimacy perspective. *Journal of Management*, 2006, 32(3): 426–448.
- [38] LEL U. The role of foreign institutional investors in restraining earnings management activities across countries. *Journal of International Business Studies*, 2019, 50(6): 895–922.
- [39] QUAN X F, XIANG C, GAO R. Reputation is golden: superstar CEOs and trade credit. *Journal of Business Finance & Accounting*, 2024, 51(1/2): 631–656.
- [40] HUANG W, ZHU T. Foreign institutional investors and corporate governance in emerging markets: evidence of a split-share structure reform in China. *Journal of Corporate Finance*, 2015, 32: 312–326.
- [41] LUO Y D, TUNG R L. International expansion of emerging market enterprises: a springboard perspective. *Journal of International Business Studies*, 2007, 38(4): 481–498.
- [42] WACH K. Exploring the role of ownership in international entrepreneurship: how does ownership affect internationalisation of polish firms?. *Entrepreneurial Business and Economics Review*, 2017, 5(4): 205–224.
- [43] CHEN L F, HAN M H, LI Y, et al. Foreign ownership and corporate excess perks. *Journal of International Business Studies*, 2022, 53(1): 72–93.
- [44] FILATOTCHEV I, PIESSE J. R&D, internationalization and growth of newly listed firms: european evidence. *Journal of International Business Studies*, 2009, 40(8): 1260–1276.
- [45] DECHOW P M, SLOAN R G, SWEENEY A P. Detecting earnings management. *The Accounting Review*, 1995, 70(2): 193–225.
- [46] KIM J B, ZHANG L D. Accounting conservatism and stock price crash risk: firm-level evidence. *Contemporary Accounting Research*, 2016, 33(1): 412–441.
- [47] KIM J B, WANG Z, ZHANG L D. CEO overconfidence and stock price crash risk. *Contemporary Accounting Research*, 2016, 33(4): 1720–1749.
- [48] HUTTON A P, MARCUS A J, TEHRANIAN H. Opaque financial reports, R^2 , and crash risk. *Journal of Financial Economics*, 2009, 94(1): 67–86.
- [49] 李诗,吴超鹏.中国企业跨国并购影响因素实证研究:基于政治和文化视角.《南开管理评论》,2016,19(3): 18–30.
- LI Shi, WU Chaopeng. A study of Chinese companies 'M&As' success and failure: from the perspectives of politics and culture. *Nankai Business Review*, 2016, 19(3): 18–30.
- [50] 宋献中,胡珺,李四海.社会责任信息披露与股价崩盘风险:基于信息效应与声誉保险效应的路径分析.《金融研究》,2017(4): 161–175.
- SONG Xianzhong, HU Jun, LI Sihai. Corporate social responsibility disclosure and stock price crash risk: based on information effect and reputation insurance effect. *Journal of Financial Research*, 2017(4): 161–175.
- [51] 费显政,李陈微,周舒华.一损俱损还是因祸得福?企业社会责任声誉溢出效应研究.《管理世界》,2010,26(4): 74–82, 98.
- FEI Xianzheng, LI Chenwei, ZHOU Shuhua. Does one loss cause all other losses?. *Journal of Management World*, 2010, 26(4): 74–82, 98.
- [52] 刘藏岩.我国企业跨国并购CSR公关战略探讨:以欧美市场

- 为例。**国际贸易问题**, 2010(2): 98–105.
- LIU Cangyan. Discussion of CSR public relation strategy of Chinese enterprises merge and takeover overseas: cases on Europe and American market. ***Journal of International Trade***, 2010(2): 98–105.
- [53] 邓秀媛, 傅超, 傅代国. 企业社会责任对海外并购影响的实证研究. **中国软科学**, 2018(1): 110–126.
- DENG Xiuyuan, FU Chao, FU Daiguo. An empirical study on the impact of corporate social responsibility on Chinese overseas M&As. ***China Soft Science***, 2018(1): 110–126.
- [54] 庄明永, 余鹏翼, 李善民. 股权国际化能够促进我国企业并购绩效提升吗. **会计研究**, 2024(5): 48–65.
- ZHUANG Mingming, YU Pengyi, LI Shanmin. Does shareholder structure internationalization improve M&As performance in China. ***Accounting Research***, 2024(5): 48–65.
- [55] 叶劲松, 庞仕平, 钟昌标. 高管海外背景与企业跨国并购行为: 来自中国的经验证据. **世界经济研究**, 2024(7): 91–105.
- YE Jinsong, PANG Shiping, ZHONG Changbiao. Does overseas background of executives influence enterprises' cross-border mergers and acquisitions behavior? Based on empirical evidence from China. ***World Economy Studies***, 2024(7): 91–105.
- [56] 孙淑伟, 何贤杰, 王晨. 文化距离与中国企业海外并购价值创造. **财贸经济**, 2018, 39(6): 130–146.
- SUN Shuwei, HE Xianjie, WANG Chen. Cultural distance and corporate value created via overseas M&A. ***Finance & Trade Economics***, 2018, 39(6): 130–146.
- [57] 罗宏, 黄婉. 多个大股东并存对高管机会主义减持的影响研究. **管理世界**, 2020, 36(8): 163–177.
- LUO Hong, HUANG Wan. Research on the impact of multiple large shareholders coexistence on the opportunistic stock selling behaviors of executives. ***Journal of Management World***, 2020, 36(8): 163–177.
- [58] DJANKOV S, LA PORTA R, LOPEZ-DE-SILANES F, et al. The law and economics of self-dealing. ***Journal of Financial Economics***, 2008, 88(3): 430–465.
- [59] RAZIN A, SADKA E, YUEN C W. A pecking order of capital inflows and international tax principles. ***Journal of International Economics***, 1998, 44(1): 45–68.
- [60] BAEK H Y, MASKARA P K, MILLER L S. Does improved governance lead to a higher share of FDI in foreign equity investments?. ***Asia-Pacific Journal of Financial Studies***, 2019, 48(4): 561–586.
- [61] 江轩宇, 朱冰. 资本市场对外开放与劳动收入份额: 基于沪深港通交易制度的经验证据. **经济学 (季刊)**, 2022, 22(4): 1101–1124.
- JIANG Xuanyu, ZHU Bing. Stock market liberalization and labor income share: evidence from connect scheme between A-share and Hong Kong market. ***China Economic Quarterly***, 2022, 22(4): 1101–1124.
- [62] BOTTAZZI L, DA RIN M, HELLMANN T. The importance of trust for investment: evidence from venture capital. ***The Review of Financial Studies***, 2016, 29(9): 2283–2318.

Foreign Ownership, Trust Mechanism, and Corporate Internationalization

ZHUANG Mingming^{1,2}, YU Pengyi^{1,2}, JIANG Zheng³

1 School of Accounting, Guangdong University of Foreign Studies, Guangzhou 510006, China

2 Research Center for Cross-board M&A and Innovation Strategy, Guangdong University of Foreign Studies, Guangzhou 510006, China

3 School of Finance, Central University of Finance and Economics, Beijing 102206, China

Abstract: Given the significant differences between China and Western countries in political systems, economic frameworks, and cultural traditions, Chinese enterprises often face substantial trust barriers in their overseas expansion. Stakeholders in host countries are concerned that the overseas expansion of enterprises under the Chinese economic model may be driven by opaque non-economic factors or non-market motivations, which differ from the nature of corporate internationalization under market-oriented behaviors in Western countries. Existing research mainly examines the difficulties Chinese enterprises face in overseas expansion from macro-level factors such as politics, culture, and government policies, yet there is less literature exploring effective mechanisms at the micro-enterprise level to break through the trust barriers of Chinese enterprises' internationalization.

Based on 22,985 company-year observations of listed companies in the Shanghai and Shenzhen A-share stock markets from 2010 to 2019, and manually collected data on overseas shareholders that can be traced back to their country (region) of

origin, this study examines whether foreign institutional shareholders, as potential ties connecting Chinese enterprises with foreign markets, can establish an effective trust mechanism with stakeholders in host countries, helping Chinese enterprises to break through and transcend political and cultural barriers to achieve strategic expansion on a global scale. Instrumental variable two-stage least square method and Heckman two-stage regression method and difference in difference model are used to mitigate the endogeneity between foreign institutional shareholding and corporate internationalization. And a series of robustness checks are conducted using different sample selection criteria and different measures of key variables.

The results show that foreign shareholders help enterprises from China to explore foreign markets and enhance their level of internationalization, the conclusion that holds even after considering endogeneity issues. Mechanism analysis indicates that foreign shareholders can act as “trust intermediaries” during the internationalization of Chinese enterprises. This role is particularly evident when the enterprise has lower transparency, operates in sensitive industries, or undertakes fewer social responsibilities. Conversely, when the enterprise appoints executives with overseas backgrounds or is located in a culturally open area, the positive impact of foreign shareholders on corporate internationalization weakens. Additionally, foreign shareholders assist Chinese companies in overcoming institutional and cultural barriers, enabling business expansion into countries and regions with greater institutional differences or cultural distances from China. Further research finds that the positive impact of foreign ownership on corporate internationalization is mainly driven by shareholders from stronger investor protection countries. In addition, this study finds that both portfolio-type foreign shareholders (FPI) and foreign direct investment-type shareholders (FDI) can significantly enhance the internationalization level of state-owned enterprises.

This study innovatively considers foreign ownership as a potential breakthrough to alleviate the trust dilemma faced by Chinese enterprises in overseas expansion, examining the impact of a directly observable trust mechanism (channel) on the internationalization of Chinese enterprises from a micro-level, expanding research on the economic consequences of capital market opening and the role of foreign shareholders in emerging market countries. It also can provide policy guidance and reference for government departments to better combine “bringing in” and “going out” strategies, and has certain guiding significance for Chinese enterprises on how to manage and control the risks faced in international expansion.

Keywords: foreign ownership; internationalization; trust mechanisms; institutional barriers; cultural barriers

Received Date: December 13th, 2023 Accepted Date: March 3rd, 2025

Funded Project: Supported by the National Natural Science Foundation of China (72202047) and the Basic and Applied Basic Research Foundation of Guangdong (2025A1515011228)

Biography: ZHUANG Mingming, doctor in economics, is an associate professor in the School of Accounting at Guangdong University of Foreign Studies. Her research interests cover M&As, international finance, and investment management. Her representative paper titled “Does shareholder structure internationalization improve M&As performance in China” was published in the *Accounting Research* (Issue 5, 2024). E-mail: zhuangm@gdufs.edu.cn

YU Pengyi, doctor in economics, is a professor in the School of Accounting at Guangdong University of Foreign Studies. His research interests include auditing and cross-border M&As. His representative paper titled “Empirical research on factors influencing the performance of crossnational M&A of domestic listed companies” was published in the *Accounting Research* (Issue 3, 2014). E-mail: yxy@gdufs.edu.cn

JIANG Zheng is a master degree candidate in the School of Finance at Central University of Finance and Economics. His interests include capital markets and corporate governance. E-mail: WillJong597@126.com

(责任编辑:李祎博) □