

资本市场如何赋能企业“走出去”

——基于股票流动性的检验*

赵瑞丰 蒋殿春 程敏

内容提要:在当前以高水平开放促高质量发展、进一步提高资本市场发展质量的政策交汇期,深入探讨资本市场如何影响企业 OFDI 具有重要意义。本文从股票流动性水平的视角,讨论了资本市场对中国 A 股非金融类上市公司 OFDI 的影响与作用路径。结果显示,企业股票流动性水平的提升对其 OFDI 概率的提高与规模的增加有显著的促进作用。机制分析表明,优化股权结构、强化退出治理和构筑融资优势是流动性水平促进企业 OFDI 的主要作用渠道。进一步分析表明,股票流动性带来的融资和治理效应,还从微观层面赋予了企业区位优势,并和人民币国际化形成互动效应,影响企业的 OFDI 活动。异质性研究发现,流动性对 OFDI 的促进作用受企业产权性质、治理因素以及技术水平差异的影响。本文研究证明,依靠我国资本市场改革取得的重要进展,能够实现以高质量资本市场助力实体经济提质增效和扩大对外开放的目标。

关键词:股票流动性 对外直接投资 股权治理 退出治理 融资约束

作者简介:赵瑞丰,南开大学经济学院博士研究生,300071;

蒋殿春,南开大学跨国公司研究中心、经济行为与政策模拟实验室教授,300071;

程敏(通讯作者),南开大学经济学院博士研究生,300071。

中图分类号:F830.91 文献标识码:A 文章编号:1002-8102(2025)04-0039-20

一、引言

在经济迅速增长以及“一带一路”建设持续推进的背景下,我国对外直接投资(OFDI)取得了可观进展。借助 OFDI 在技术溢出、市场搜寻等方面的优势,中国企业的生产率水平(蒋冠宏、蒋殿

* 基金项目:教育部人文社会科学重点研究基地重大项目“数字型跨国公司的理论和政策研究”(22JJD790039);教育部哲学社会科学实验室专项资金项目“中美科技博弈及中国高科技产业技术发展”(H0122706)。作者感谢匿名审稿专家的宝贵意见,文责自负。程敏电子邮箱:1120201005@mail.nankai.edu.cn。

春,2014a)也得以提升。特别在当前全球经济环境诡谲多变、外部需求不确定性增加的背景下,OFDI显著的贸易效应(蒋冠宏、蒋殿春,2014b)还有助于实现党的二十大报告中提出的“推进高水平对外开放”“增强国内国际两个市场两种资源联动效应,提升贸易投资合作质量和水平”等一系列任务。简单来说,OFDI可以被视为实现高水平对外开放的具体表现与重要抓手。与此同时,自党的十八大以来,我国资本市场实现了快速发展,在优化资源配置、推动经济增长等方面发挥了关键作用。值得注意的是,高水平对外开放是经济高质量发展的必要条件,而高质量资本市场则是经济高质量发展的题中之义。那么,资本市场在我国企业“走出去”发展的过程中起到了什么样的作用?其具体作用机制是什么?

在传统跨国投资理论下,由于品牌知名度、研发强度和资本密集度能够缓解海外经营中的挑战(Rugman和Verbeke,2004),因此以上要素成为企业开展OFDI的重要优势。而在可持续发展理念愈受重视的背景下,谢红军和吕雪(2022)认为,ESG领域的投入已成为企业开展OFDI的合法性来源之一。异质性企业理论兴起后,全要素生产率水平对企业OFDI的影响成为研究中的重点。田巍和余淼杰(2012)利用中国企业微观层面的数据研究发现,生产率越高的企业开展OFDI的概率越大。考虑到企业开展OFDI不仅需要充足的资本保障,而且生产率水平的发展、技术壁垒的形成本身也与融资能力直接关联,部分研究考察了融资能力对企业OFDI的影响,发现其不仅是企业OFDI的直接影响因素(王碧珺等,2015),还会对跨国企业后续的投资效率造成影响(Eufinger等,2024)。进一步来看,企业能否发挥其所有权优势以开展OFDI,在很大程度上取决于股权结构、董事会治理等公司治理要素决定的管理效率、决策质量和风险承担水平(Aguilera和Crespi-Cladera,2016)。例如,Hu和Cui(2014)就发现,不同类别的股东在企业国际化战略中扮演的角色有所差异,机构投资者因为掌握较多的资金和国际市场信息,其持股能够显著提高企业的OFDI能力(Lien和Filatotchev,2015)。葛顺奇和罗伟(2013)以人均管理成本表征了企业的治理能力,发现母公司丰富的管理经验是企业开展OFDI过程中重要的内部化优势。

上述文献既包括了针对经典理论和异质性理论的检验,又涵盖了对企业融资能力和公司治理等因素的讨论,但较少从微观视角探讨资本市场如何赋能企业“走出去”发展的问题。Oxelheim等(2001)、Puck和Filatotchev(2020)均指出,在统一框架下讨论资本保障和公司治理水平等要素对企业国际化战略的影响,不仅能够更好地明晰企业开展FDI的内在机制,还有助于深入理解新兴市场国家企业国际化战略的决定因素。同时,在当前推动资本市场高质量发展的背景下,从微观视角关注其能否助力中国企业“走出去”发展、服务高水平对外开放,亦是重要的现实议题。

作为资本市场微观结构的代表性指标,股票流动性水平不仅客观地反映了资本市场的发展质量(张峥等,2014),还对企业的行为产生了重要影响。已有研究发现,流动性水平的提升能够提高企业股票预期收益率(Amihud和Mendelson,1988)、实际资本支出水平(Amihud和Levi,2023);其交易成本优势不仅有助于企业优化股权结构以改善市场表现(温军、冯根福,2021),还使外部股东能够通过“可置信”退出威胁来缓解第二类委托代理问题对企业长期战略(姜付秀等,2015)、经营稳健性(Brogaard等,2017)的负面影响。概括来说,流动性是资本市场资源配置和价格发现等功能有效影响企业行为的核心所在,也决定了资本市场在公司治理方面的有效性。因而,借此视角即可在相对统一的理论框架下,讨论资本保障和公司治理水平等要素的动态变化(Oxelheim等,2001;Puck和Filatotchev,2020)对企业OFDI的影响。而从现实来看,过往一系列涉及资本市场改革的举措,如基础层面的股权分置改革,交易制度层面的融资融券、沪港通和深港通的推出,以及近年来的注册制和涨跌停板制度改革,本质上都有提高市场交易活跃度以提高资本市场发展质量的考

虑。那么,考虑到OFDI对企业的资本补足能力、风险承担能力、决策效率等因素的较高要求,关注流动性水平变化对于OFDI的直接影响、厘清潜在的经济机制,也有助于形成对未来资本市场改革方向的有益讨论。

基于上述讨论,本文利用2007—2020年中国A股非金融类上市公司数据,检验了股票流动性水平对于企业OFDI的影响和潜在的经济机制。本文可能有以下几点边际贡献。

第一,丰富了股票流动性经济效应的文献,补充了资本市场影响实体经济的相关研究。资本市场能否对实体经济产生影响,是金融经济学研究的重要话题。本文以OFDI活动为切入点,从国际视角探究了股票流动性水平的直接经济后果,拓展了流动性水平影响企业长期投资的研究成果。在退出治理与企业国际化的相关研究中,汤超和祝树金(2022)发现,退出治理能够通过减少经理人的短视行为,进而提高企业的出口产品质量。而本文基于OFDI预期回报率不确定性更高、投资风险与金额更大的特征,为外部股东借助流动性优势,采用退出威胁的方式推动企业国际化战略提供了新的证据;并对长期以来有关流动性水平与企业长期战略、公司治理间关系的理论争议,亦有一定贡献。

第二,本文丰富了OFDI的相关研究,特别是有关资本市场对企业OFDI影响的文献(Puck和Filatotchev,2020)。Forssbäck和Oxelheim(2008)考察了交叉上市对企业OFDI的影响,然而交叉上市本身具有一定限制条件,且忽略了母国资本市场的重要性。本文从微观视角探讨了母国资本市场对企业国际化战略的意义。本文还与跨国公司的理论有所联系,并做了一定拓展。Dunning(1981)的OLI理论强调,企业必须具备所有权(O)、区位(L)和内部化(I)三个方面的优势才能顺利开展OFDI。本文研究表明,由母国资本市场所决定的融资能力能够为企业开展OFDI提供充足的资本保障(O);完善且高效的公司治理体系又有助于企业降低内部管理成本(Teece,2014)对国际化的负面影响(I);在考虑到东道国的金融制度约束后,一个有活力、高质量的资本市场,本身亦能够成为中国企业开展OFDI的“金融优势”。本文关注了O、I两个要素动态变化对中国企业国际化的影响。

第三,本文基于中国上市公司的现实情况,厘清了资本市场影响企业OFDI的微观机制,并具有一定政策价值。首先,本文研究表明,直接融资市场的高水平发展能够降低融资约束对企业特别是民营企业OFDI的负面影响。这说明充分发挥资本市场的资源配置功能,有助于实现国有企业与民营企业的公平竞争,并使二者共同服务于高水平对外开放。其次,区别于已有关于股权结构与中国企业OFDI的文献(Hu和Cui,2014;Lien和Filatotchev,2015),本文结合我国上市公司普遍存在“一股独大”的现实背景,从流动性水平与企业股权结构动态调整的视角出发,结合异质性股东在风险偏好、治理动机和投资视野等方面的差异(Filatotchев和Wright,2011),考察了机构投资者通过“用手投票”和“用脚投票”两种方式对企业OFDI产生影响的可能。研究结论一方面体现出了市场交易活跃度对提高股权治理有效性的重要意义,另一方面也佐证了现实中培育“耐心资本”的必要性。最后,本文考察了人民币国际化与资本市场的互动效应对企业OFDI的影响,这为进一步提高人民币国际化和资本市场开放水平的必要性提供了依据。

二、理论分析与研究假说

Dunning(1981)在综合市场势力理论、内部化理论、交易成本理论的基础上,提出了一个包含所有权优势、区位优势 and 内部化优势的分析框架(OLI),用以解析企业在面对出口、授权经营或跨

国投资等多种国际化策略时的决策。在传统框架中,OLI理论没有关注资本市场这一要素。然而,外部资本是企业进行国际扩张过程中重要的竞争优势之一(Forssbäck和Oxelheim,2008),还有助于企业开展研发创新、人力资本方面的投资,夯实海外经营中的专有性资产优势(Eufinger等,2024)。另外,企业内部化的成本由两部分构成:一是生产成本,二是治理成本(Teece,2014)。当企业不具备成熟的治理架构或者海外经营管理经验时,内部化反而会带来较高的经营成本,削弱了企业开展OFDI的动机(Aguilera等,2019)。事实上,以上因素均与母国的资本市场有所联系。因此,Oxelheim等(2001)认为,需要将资本市场所决定的融资能力、治理效率纳入OLI理论的分析框架中,以更好地解析企业OFDI的决定因素。考虑到股票流动性水平与企业资本补足能力(Hanselaar等,2019)和公司治理水平之间的紧密联系(Edmans和Manso,2011;Edmans等,2013),其也就有可能成为企业开展OFDI的所有权和内部化优势。

(一)流动性、治理效应与OFDI

股票流动性水平的提高能够优化企业股权结构,推动企业OFDI。借助流动性带来的交易成本优势,外部股东能够以较低成本购入股份,在大股东识别出其具体意图之前,成为对企业经营决策产生一定影响力的外部股东(Maug,1998)。在诸多外部股东中,机构投资者具有较为特殊的作用,能够通过参与公司治理、提供资本保障与海外市场投资信息等渠道,提高企业开展OFDI的能力(Lien和Filatotchev,2015)。但受到业务往来关系(Ferreira和Matos,2008)、投资期限(刘京军、徐浩萍,2012)等因素影响,机构投资者的投资理念、风险态度和参与治理的动机又存在不同,并会对企业的OFDI活动产生差异化影响(Filatotchev和Wright,2011)。

从理论上来说,伴随流动性水平的提高,企业更易吸引两类机构投资者的持股,并能够对OFDI活动产生积极影响。其一,从业务往来关系的角度来看,可以将机构投资者划分为压力抵御型机构投资者(PRII)与压力敏感型机构投资者(PSII)。PRII由基金公司、社保基金等机构投资者构成;PSII则主要为银行、财务公司等机构投资者。作为纯粹的投资者,PRII对流动性水平的变化更加敏感;而以实现投资组合的收益最大化为最终目的,又使其具有更高的风险偏好(Ferreira和Matos,2008)。OFDI属于企业承担一定风险以实现利润最大化经营目标的投资活动,这与PRII的理念不谋而合,因此其普遍对国际化持更加开放的态度(Panicker等,2019);又因不需要顾及业务往来关系的影响,其通过“用手投票”的方式参与企业长期战略决策的积极性更高(Ferreira和Matos,2008)。所以,PRII的持股通常能够为企业奠定良好的治理基础,并分担一定的风险,以推动企业的OFDI。其二,从投资视野出发,可以将机构投资者划分为短期机构投资者(STII)和长期机构投资者(LTII)。股票流动性的提高,降低了原有机投资者的买入成本,使其更容易在二级市场上搜寻标的以提高持股份额(Edmans等,2013),即高流动性水平的企业可能拥有更多的长期机构投资者股东。区别于STII较强的“投机性”色彩,LTII具有持股周期长、比例高的特征,并且作为稳定的战略投资者,LTII的持股期限决定了其收益与企业未来发展绑定较深,也将更加关注企业的长期战略规划。这意味着LTII在提供外部资本供给和海外市场投资信息以辅助企业参与国际竞争之外,同样可能更积极地通过“用手投票”的方式影响企业的OFDI决策。

但需要注意的是,上述推论的成立依赖企业在流动性水平提高以后,可以通过优化股权结构的方式来夯实OFDI的治理基础的假设。然而流动性水平的提高也降低了外部股东的退出成本,这可能恶化企业的公司治理水平,进而对OFDI活动产生负面影响。因为当企业经营目标与自身期望不符的时候,外部股东存在借助流动性水平带来的交易成本优势直接售出股份,而非积极参与治理的可能(Coffee,1991)。不过,股东的退出威胁本身又可以成为一种有效的治理方式

(Edmans 和 Manso, 2011), 有助于约束管理人员的短视行为, 并降低二类委托代理问题对企业长期战略的影响(姜付秀等, 2015)。特别对于机构投资者而言, 其持股的最终目的是随着企业市场绩效的提升, 通过逐步售出股份的方式来获取超额收益。而 OFDI 的多元化优势能够明显提高企业的资本市场表现、资源配置效率(Mihov 和 Naranjo, 2019), 并为股东创造长期价值。这意味着在适度的流动性水平的保障下, 机构投资者有动机和能力同时采用“用手投票”和“用脚投票”的方式(McCahery 等, 2016), 遏制管理层可能出现的道德风险行为对企业国际化战略的影响。换言之, 考虑到机构投资者本身对流动性水平更加敏感的缘故, 流动性水平在发挥治理效应而促进企业开展 OFDI 的过程中或许会有更明显的作用。一方面, 低买入成本使企业更易出现具有较强治理动机的机构投资者股东, 其会积极采用“用手投票”的方式参与治理, 推动企业开启海外扩张以实现长期价值创造。另一方面, 当“用手投票”无效且企业战略与自身投资理念相斥时, 低退出成本又提高了机构投资者退出治理的有效性, 使其能通过“用脚投票”的方式来修正企业的经营行为, 确保管理层将资源更多倾斜于 OFDI 这类有利于长期增长的项目之上。

(二) 流动性、融资优势与 OFDI

流动性水平的提高还能够从权益融资和债务融资两端同时为企业带来充足的资本保障, 缓解 OFDI 过程中可能面临的融资约束问题。首先, 权益资金是上市公司最重要的资金来源之一, 在流动性溢价的驱使下, 投资者一般愿意为适度的流动性支付更高的交易对价, 降低企业权益资金使用成本(Amihud 和 Mendelson, 1988)。借此优势, 企业能够更加高效地发挥权益资本存续期长、规模大且无定期偿付机制的优势以开展 OFDI。而且流动性水平还体现出企业在二级市场上的认可度与市场承载能力, 为企业带来权益再融资的契机(Hanselaar 等, 2019), 能够以较低成本补充权益资本以满足海外市场扩张的资金需求。其次, 流动性水平的变化还能够影响企业的债务融资能力。债券市场是企业参与直接融资的重要渠道, 企业是否拥有主体信用评级, 是其发行债券的“准入”资格; 评级水平则决定了其债券融资成本。主体评级通常由评级机构结合调研与公开财务信息评估得出, 但评级机构往往还需要关注市场外部信息, 以此判断企业是否仍存在其他私人信息。流动性水平就是评级机构重要的参考标准之一。一般来说, 流动性水平较高的企业, 出现内幕交易、隐藏经营风险等逆向选择行为的概率相对较低(Odders-White 和 Ready, 2006), 进而使其普遍拥有较高的主体信用评级和较强的债券融资能力。特别地, 信用评级还具有一定的外溢效应, 其信号揭示作用有益于企业降低贷款融资成本和延长贷款期限(Sufi, 2009)。Klein 等(2002)发现, 信用评级水平直接关系到企业总体的债务融资能力, 并对跨国投资活动产生了重要影响。总的来看, 企业的股票流动性水平提高以后, 能够对权益融资、债务融资产生重要影响; 而且结合流动性和信用评级的信号作用, 企业能够通过获取期限更长、融资规模更大的外部资本, 使其在进行 OFDI 的过程中拥有较为充足的资本保障。

结合上述理论分析可以看出, 流动性水平在公司治理和融资能力两方面的作用, 使其可能成为企业开展 OFDI 的所有权和内部化优势, 进而推动企业的国际化战略。据此, 本文提出如下研究假说。

H1: 保持其他条件不变, 企业的股票流动性水平越高, 其对企业 OFDI 活动的促进作用越强。

三、研究设计

(一) 计量模型

本文将设置模型(1)和模型(2), 分别使用 Probit 方程和 Tobit 方程, 从投资决策和投资规模两

个角度考察股票流动性水平对企业 OFDI 的影响：

$$\Pr(Choice_{i,t}|X_{i,t}) = \beta_0 + \beta_1 ILiq_{i,t-1} + \beta_2 Control_{i,t} + \delta_j + \eta_t + \gamma_p + \varepsilon_{i,t} \quad (1)$$

$$Value_{i,t} = \begin{cases} \beta_0 + \beta_1 ILiq_{i,t-1} + \beta_2 Control_{i,t} + \delta_j + \eta_t + \gamma_p + \varepsilon_{i,t}, & y^* > 0 \\ 0, & y^* = 0 \end{cases} \quad (2)$$

其中, i, j, t, p 分别代表企业、行业、年份和省份。 $Choice$ 为企业对外直接投资决策; $Value$ 为企业对外直接投资规模; $ILiq$ 为企业的股票流动性指数; $Control$ 为一组控制变量; δ_j, η_t 和 γ_p 分别为行业、年份和省份固定效应。为减缓反向因果问题带来的干扰, 本文将核心解释变量滞后一期进行估计。所有回归结果均汇报了企业层面聚类调整的标准误。

(二) 变量定义与数据说明

1. 企业 OFDI

被解释变量为企业当年的 OFDI 决策 ($Choice$) 和规模 ($Value$)。本文使用 CSMAR 数据库企业英文名称合并 fDi Markets 的绿地投资数据,^① 利用股票代码和 Orbis M&A 跨国并购数据进行合并, 然后在企业-年份维度上加总投资记录得到企业当年 OFDI 的总金额, 并对其加 1 取自然对数后得到企业 OFDI 规模 $Value$; 进一步地, 根据投资记录生成企业 OFDI 的决策变量 $Choice$ 。

2. 流动性水平

核心解释变量为股票流动性水平 ($ILiq$)。股票流动性水平的度量方式可分为买卖价差模型与市场冲击成本模型。张峥等(2014)基于中国上市公司样本, 对多个流动性水平指标进行了对比分析, 发现 Amihud(2002) 提出的非流动性指标对企业股票收益的预测最为准确, 在适用性方面也优于其他指标。因此, 本文采用式(3)计算了企业股票的非流动性水平:

$$ILiq_{i,t} = \frac{1}{Days_{i,t}} \sum_{d=1}^{Days_{i,t}} \frac{|R_{i,t,d}|}{Volume_{i,t,d}} \quad (3)$$

其中, $Days_{i,t}$ 为企业 i 在 t 年交易的总天数; $|R_{i,t,d}|$ 为股票 i 在 t 年第 d 个交易日的日度收益率的绝对值; $Volume_{i,t,d}$ 则为股票 i 在 t 年第 d 个交易日的换手率总和。值得注意的是, 该指数越大, 企业的股票流动性水平越低。因此, 若假说 H1 成立, 那么模型(1)和模型(2)中 β_1 的系数在研究中应显著为负。

3. 控制变量^②

借鉴过往文献 (Forssbäck 和 Oxelheim, 2008; Brogaard 等, 2017; 谢红军、吕雪, 2022), 本文在估计过程中加入了如下控制变量: 企业规模 ($Size$)、企业年龄 (Age)、资产负债率 (Lev)、Tobin M&A Q 值 (Q)、净现金流水平 (CF)、总资产收益率 (Roa)、营业收入增长率 ($Growth$) 等企业财务绩效; 进一步地, 还控制了产权性质 (SOE)、两职合一 ($Duality$)、董事会规模 ($Board$)、独立董事占比 ($IndDir$) 与股权制衡度水平 ($ShrBal$) 等公司治理变量。

本文以 2007—2020 年中国 A 股非金融类上市公司为研究样本。研究中的财务数据来源于 CSMAR 数据库, 股票交易数据来自 Wind 金融终端, OFDI 数据来自 Orbis、M&A 和 fDi Markets 数据库。研究中对初始样本进行了如下处理: (1) 剔除了样本期内受 ST、*ST 等特殊处理的企业; (2) 剔

① 数据库合并方式请见线上附录。

② 囿于篇幅, 研究中所涉变量的具体定义详见线上附录。

除了主要变量缺失的观测值;(3)考虑到企业的股票流动性水平可能随宏观经济环境、行业前景发生变动,为了关注其对于OFDI的长期效应,确保每个企业都拥有至少三年的观测值;(4)为避免异常值带来的影响,研究中对所有连续变量在1%和99%分位数上进行了缩尾处理。最终样本由2896家上市公司的23385个企业-年份观测值构成。

(三)描述性统计^①

观测期内实际发生投资的样本仅占5.44%,投资规模(Value)的均值为0.1811,年度投资规模最高为5.2329;股票流动性水平(L.Liq)均值为0.2435。在实际进行OFDI的企业中,投资规模均值为3.3324。单变量的t检验显示,当期非OFDI企业的流动性水平均值较OFDI企业小0.1563,两者间有显著差异,这为研究假说H1的成立提供了初步线索。

四、实证研究

(一)基础回归结果

表1汇报了基础模型的回归结果。第(1)、(2)列是投资决策方面的回归结果。第(1)列仅加入核心解释变量和固定效应,第(2)列加入了所有控制变量,核心解释变量L.Liq在两列回归中都显著为负,说明股票流动性水平的上升提高了企业进行OFDI的概率。以第(2)列基础模型的回归结果为例,在保持其他条件不变的情况下,流动性水平每提高一单位,企业开展OFDI的概率相应提高0.74%,这一影响相当于企业规模的23.34%(0.0074/0.0317×100%)。第(4)、(5)列展示了投资规模的回归结果,在所有回归中L.Liq都显著为负。第(5)列中,在其他条件不变且投资规模不为零的条件下,流动性水平上升一单位的平均边际效应将使企业的OFDI规模提高6.21%,这一效应相当于企业规模的平均边际效应的23.90%(0.0621/0.2598×100%)。^②最后,考虑到行业和省份层面时变因素的影响,本文在第(3)列和第(6)列中加入了行业-年份和省份-年份两组高维效应后重新进行了估计。可以看到,在考虑了宏观因素的影响后,流动性水平依然可以显著影响企业的OFDI活动。总之,基准结果证实,随着股票流动性水平的提高,企业开展OFDI的概率和规模都有所上升。

表1 基准回归结果

	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)
	Choice			Value		
L.Liq	-0.0145*** (0.0034)	-0.0074*** (0.0023)	-0.0088*** (0.0028)	-0.9600*** (0.2159)	-0.4723*** (0.1467)	-0.4344*** (0.1351)
常数项	-2.3301*** (0.2363)	-5.8679*** (0.5994)	-4.3071*** (0.8752)	-15.3392*** (1.5838)	-34.4187*** (3.2921)	-88.3063 (90.3787)
控制变量	否	是	是	否	是	是
省份/年份/行业固定效应	是	是	否	是	是	否
行业-年份固定效应	否	否	是	否	否	是

① 囿于篇幅,未汇报主要变量的描述性统计结果,具体请见线上附录。

② 第(2)列未汇报的控制变量回归系数中,企业规模(Size)的边际效应为0.0317。Tobit模型方面,可在Stata中使用margins, dydx(*) predict(e(0, .))命令计算得到OFDI规模不为零时的平均边际效应;以第(5)列的回归为例,L.Liq的边际效应为0.0621,Size的平均边际效应为0.2598。具体可见线上附录。

续表 1

	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)
	Choice			Value		
省份-年份固定效应	否	否	是	否	否	是
Pseudo R ²	0.0712	0.1633	0.1897	0.0484	0.1106	0.1677
样本量	23268	23268	17702	23385	23385	23385

注:小括号内为在企业层面聚类后的标准误;*、**和***分别表示在10%、5%和1%的水平下显著;Probit方程汇报系数为边际系数;囿于篇幅,不再汇报控制变量和固定效应的回归系数。下同。

(二)内生性检验

OFDI可能改善企业的财务绩效(Mihov和Naranjo,2019),进而影响股票的流动性水平,这导致了基准回归结果的可靠性受到反向因果问题带来的挑战。为此,本文将采用工具变量法与PSM-DID两种方法来克服上述挑战,以实现两者间的因果识别。

1.工具变量回归

借鉴潘越等(2020)的思路,本文利用中证500和沪深300指数成分股调整事件,分别设置L.In500和L.In300作为工具变量。企业成为指数成分股在一定程度上提高了股票交易的活跃度,但该事件与当期的OFDI活动并不存在明显关联,这使工具变量能够较好地满足相关性与外生性要求。表2汇报了IV-Probit和IV-Tobit的估计结果,其中,第(1)、(2)列为有关投资决策的IV-Probit的估计结果;第(3)、(4)列为关于投资规模方面的IV-Tobit估计结果。第(1)、(3)列的一阶段回归结果显示,L.In500和L.In300的估计系数均显著为负,说明入选指数成分股能够提高企业的股票流动性水平;第(2)、(4)列的二阶段回归结果中,核心解释变量L.Liq依然显著为负地影响企业的OFDI决策和规模。在工具变量的有效性检验中,AR检验和Wald检验都显著拒绝了原假设,说明解释变量存在内生性问题,且工具变量的相关性要求得到了满足;Hansen J值在两组模型中也都大于0.1,表明不存在过度识别问题。总之,在采用工具变量法克服潜在的反向因果问题后,基础研究结论保持成立。

表 2 工具变量回归

	(1)	(2)	(3)	(4)
	L.Liq	Choice	L.Liq	Value
L.Liq		-0.8321*** (0.0942)		-9.2987*** (3.5837)
L.In500	-0.0970*** (0.0188)		-0.0938*** (0.0190)	
L.In300	-0.1983*** (0.0394)		-0.2035*** (0.0376)	
控制变量	是	是	是	是
省份/年份/行业固定效应	是	是	是	是
AR [P值]	8.58** [0.0137]		9.92*** [0.0070]	
Wald [P值]	4.21** [0.0401]		5.11** [0.0238]	

续表 2

	(1)	(2)	(3)	(4)
	<i>L.Liq</i>	<i>Choice</i>	<i>L.Liq</i>	<i>Value</i>
Hansen J	0.1784		0.1238	
Adj. R ²	0.0923		0.0923	
样本量	23268	23268	23385	23385

注:所有模型中均包含截距项,囿于篇幅不再汇报相应的回归系数。下同。

2. 融资融券的双重差分法检验^①

2010年开始逐步推广的融资融券业务有效改善了资本市场的定价效率和信息环境,并有助于提高标的企业的市场交易活跃度。因此,本文利用企业成为融资融券标的这一事件,通过 DID 模型来识别流动性水平与企业 OFDI 活动之间的因果关系。在正式估计前,本文在行业-年份维度上,采用 Logit 模型回归、放入所有协变量的 1:1 最近邻(卡尺距离 0.05)、无返回的方式对样本进行了倾向得分匹配以缓解自选择问题带来的影响。PSM-DID 的估计结果表明,企业被纳为融资融券标的后开展 OFDI 的概率和规模都有所提高;并且处置前不存在明显趋势,而被纳为融资融券标的后,企业开展 OFDI 的能力逐渐增强。本文还利用 Callaway 和 Sant'Anna(2021)的方法进行了估计。结果表明,经逆概率加权后的双重稳健估计量(ATT)在所有回归中都显著为正。

总之,无论采用工具变量法回归或是 PSM-DID 检验后,流动性水平与企业 OFDI 活动之间的因果联系都是事实存在的;而且流动性水平提高,OFDI 的概率与规模也随之上升。假说 H1 得到验证。

(三) 稳健性检验^②

为确保基础研究结果的稳健性,本文还采取了以下检验措施:第一,采用 Lesmond 等(1999)的 Zero 指数(Zero)作为核心解释变量进行估计;第二,在控制企业、行业-年份和省份-年份固定效应的条件下,分别采用线性概率模型和 PPML 模型进行估计;第三,考虑个股波动率风险 Beta 值(Beta)和考虑现金分红再投资的年度收益率(Return)带来的影响;第四,考虑汇率因素的影响,加入企业的汇率敏感性系数(ExR)(何青、刘尔卓,2022);第五,剔除开曼群岛、英属维尔京群岛和美属维尔京群岛等避税天堂,以及中国香港地区的投资记录后进行估计;第六,考虑到污染天堂假说,以及房地产行业具有更高避税倾向特征的影响,剔除上述行业的样本后进行检验。经由上述稳健性检验后,本文的研究结论保持成立。

五、机制检验

(一) 治理效应

理论分析中指出,流动性水平带来的交易成本优势(Maug, 1998)有助于企业吸引 PII 和 LTI 两类机构投资者持股,优化股权结构,提高机构投资者“用手投票”参与治理的可能;而退出成本优势则强化了机构投资者退出治理的有效性。

1. 股权治理

本文首先利用模型(4)分析流动性水平的股权治理效应:

^① 囿于篇幅,未汇报双重差分法检验结果,具体请见线上附录。

^② 囿于篇幅,未汇报稳健性检验结果,具体请见线上附录。

$$Mechanism_{i,t} = \beta_0 + \beta_1 LIq_{i,t-1} + \beta_2 Control_{i,t} + \delta_j + \eta_t + \gamma_p + \varepsilon_{i,t} \quad (4)$$

Mechanism 为具体的机制变量。这里主要为压力抵御型机构投资者持股份额 (*PRIPer*) (Ferreira 和 Matos, 2008) 和长期机构投资者持股份额 (*LTIPer*) (刘京军、徐浩萍, 2012)。

流动性水平的股权治理效应回归结果汇报于表 3。首先, *L.Iliq* 在第 (1) 列中的系数显著为负, 说明流动性水平的上升提高了 PRII 的持股份额。考虑到尚缺乏 PRII 能够影响中国企业 OFDI 的直接证据, 本文以 PRII 为核心解释变量估计了基础模型。可以看到, *PRIPer* 在第 (2)、(3) 列中的系数均显著为正, 说明 PRII 持股越高, 企业开展 OFDI 的概率和规模也越高。其次, *LTIPer* 持股的结果汇报于第 (4)~(6) 列, 流动性水平上升能够显著提高 *LTIPer* 的持股份额, 而 *LTIPer* 的持股则能够对企业开展 OFDI 的概率和规模产生显著影响。最后, 为更好地验证流动性水平的提高有助于机构投资者“用手投票”的积极性, 本文在第 (7) 列利用机构投资者调研次数 (*Visit*) (刘新争、高闯, 2021) 对流动性水平进行了回归。^① 可以看到, 流动性水平的提升显著提高了机构投资者“用手投票”的积极性。

表 3 流动性水平与股权治理

	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)	(7)
	<i>PRIPer</i>	<i>Choice</i>	<i>Value</i>	<i>LTIPer</i>	<i>Choice</i>	<i>Value</i>	<i>Visit</i>
<i>L.Iliq</i>	-0.2728*** (0.0214)			-0.0612*** (0.0119)			-0.0525*** (0.0154)
<i>PRIPer</i>		0.0014*** (0.0004)	0.0930*** (0.0230)				
<i>LTIPer</i>					0.0022*** (0.0008)	0.1458*** (0.0456)	
控制变量	是	是	是	是	是	是	是
省份/年份/行业 固定效应	是	是	是	是	是	是	是
R ²	0.2648	0.1635	0.1108	0.1513	0.1630	0.1013	0.3701
样本量	23345	23228	23345	23385	23268	23385	23385

注: 第 (3)、(6)、(7) 列的 R² 为 Pseudo R², 其余各列均为 Adj. R²。

2. 退出治理

接下来, 本文在基础模型中分别加入流动性水平与 *LTIPer* 或 *PRIPer* 的交互项, 考察两类机构投资者通过退出治理影响企业 OFDI 活动的可能性。表 4 的 Panel A 展示了退出治理的初步回归结果, 第 (1)、(2) 列中交互项 *L.Iliq* × *PRIPer* 的系数都不显著, 说明 PRII 无法通过退出威胁影响企业的 OFDI 活动。*L.Iliq* × *LTIPer* 在第 (3)、(4) 列中的系数都显著为负, 说明当流动性水平提高后, 长期机构投资者的退出治理具有较强效力, 并对企业的 OFDI 活动产生了积极影响。进一步地, 考虑到机构投资者竞争程度较高的时候, 其主动收集企业私有信息的动机更强, 退出治理的有效性也随之上升 (Edmans 和 Manso, 2011)。本文计算了机构投资者的竞争程度 (*HHI*) (Dou 等, 2018), 然后在模型中加入了三重交互项进行了检验。具体结果见表 4 的 Panel B, 在第 (5)、(6) 列中, *L.Iliq* × *PRIPer* × *HHI* 和 *L.Iliq* × *PRIPer* 的系数均不显著, 表明 PRII 确实不会使用退出治理来影响企业的国

^① 部分企业在年度内不存在机构投资者的调研活动, 而机构投资者调研次数又属于标准的计数数据 (Count Data), 因此, 研究中使用 PPML 模型完成了本部分的估计。

际化战略决策;而 $L.Liq \times LTIIPer \times HHI$ 和 $L.Liq \times LTIIPer$ 在第(7)、(8)列中的系数都显著为负,这为流动性水平能够强化LTII退出治理的有效性,从而推动企业OFDI提供了较为可靠的证据。

表4 流动性水平与退出治理

Panel A: 退出治理与OFDI				
Med=	PRIIPer		LTIIPer	
	Choice	Value	Choice	Value
	(1)	(2)	(3)	(4)
$L.Liq \times Med$	0.0001 (0.0003)	-0.0017 (0.0216)	-1.0381* (0.5154)	-64.0050* (32.0185)
$L.Liq$	-0.0067*** (0.0025)	-0.4418*** (0.1538)	-0.0183*** (0.0070)	-1.1420*** (0.4382)
Med	0.0014*** (0.0004)	0.0878*** (0.0230)	0.0003 (0.0012)	0.0285 (0.0739)
Pseudo R ²	0.1649	0.1118	0.1656	0.1122
样本量	23228	23345	23268	23385
Panel B: 机构投资者竞争程度的影响				
	(5)	(6)	(7)	(8)
$L.Liq \times Med \times HHI$	-0.0014 (0.0015)	-0.1003 (0.1085)	-0.0345* (0.0185)	-2.1017* (1.1131)
$L.Liq \times Med$	0.0001 (0.0005)	-0.0056 (0.0381)	-1.9633* (0.8623)	-119.6635* (51.6096)
$L.Liq$	-0.0067* (0.0028)	-0.4490* (0.1800)	-0.0300*** (0.0114)	-1.8508*** (0.6736)
Pseudo R ²	0.1651	0.1120	0.1662	0.1126
样本量	23228	23345	23268	23385

注:本文在做Panel B各列回归时包括主效应 $LTIIPer$ 、 $PRIIPer$ 和 HHI ,以及 $L.Liq \times HHI$ 、 $PRIIPer \times HHI$ 、 $LTIIPer \times HHI$ 等三个两重交互项;所有回归都有加入行业、年份和省份固定效应,并包括截距项。囿于篇幅,不再汇报回归系数。

PRII和LTII在股权治理方面都能够对企业OFDI活动产生积极影响,但退出治理方面却呈现了不同作用。这可能由两类机构投资者的投资视野与企业国际化战略的契合度所造成。LTII的投资收益与企业的长期发展绑定,OFDI本身属于能够扩大和增强企业市场范围和市场势力的长期投资项目,这与LTII的投资理念有更高的契合度,其借助退出威胁影响企业战略的动机更强。与此同时,较长的持股期限使其拥有更多企业长期战略的私人信息,其真实的退出行为会对企业的市场价值造成冲击。这不仅直接影响管理层的在职收入(Edmans等,2013),还可能使企业陷入敌意并购的困境(姜付秀等,2015)。而作为纯粹的投资者,且与LTII存在一定重合,PRII同样有利用退出威胁影响企业OFDI决策的动机。但是综合考虑持股期限与持股份额后,^①PRII使用退出威胁影响企业OFDI的可能性却不大。在短期持股且未与企业长期发展绑定的情况下,PRII主动收集企业长期发展战略私人信息的动机较弱。以上因素致使PRII的退出无法向资本市场传递有关

① 在本文样本期内,PRII持股的均值为3.94%,最大值为24.59%;LTII持股的均值为1.30%,最大值为13.67%;而同时满足压力抵御型和长期持股的机构股东(LTPRII),其持股份额均值仅为0.11%,最大值则为4.62%。

企业长期发展的明确信号,对企业市场价值造成的冲击有限,^①即PRII利用退出威胁影响企业OFDI的动机和能力是有限的。

(二)融资能力

结合理论分析,本文设置如下变量,用以同时检验流动性水平对企业权益融资与债务融资能力的影响。第一,权益资本成本(*Re-Peg*),本文利用Easton(2004)的PEG模型计算得到*Re-Peg*用以检验。^②第二,债务融资方面,借鉴Klein等(2002)的思路,以企业当年是否具有主体信用评级(*CR*)和主体信用评级水平(*CLev*)进行衡量。关于流动性水平对于企业主体信用评级的研究,本文采用有序Probit模型进行估计。第三,整体融资能力方面,本文采用新增融资规模(*New-Fin*)来考察流动性水平对企业债务和权益两方面新增融资能力的影响。

表5报告了关于流动性水平对企业融资能力的回归结果。首先,在第(1)列中,在流动性溢价的驱使下,投资者降低了未来期望的回报率,企业拥有了更高的权益资金使用效率。其次,从第(2)~(5)列的研究中可以看出,适度的流动性水平代表着较低的信息不对称水平,有助于企业获得信用评级和高评级水平,从而使企业能够拥有更低的债券息差和更强的债务融资能力(Sufi, 2009)。最后,*L.Liq*在第(6)列中显著为负,意味着流动性水平的上升让企业在债权和股权两个市场均能获得更多资金,外源融资能力有所提高。总之,本部分研究表明,流动性水平上升为企业实施国际化战略提供了良好的资本保障。

表5 股票流动性水平的融资效应

	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)
	<i>Re-Peg</i>	<i>CR</i>	<i>CLev</i>	<i>CLev=AA-</i>	<i>CLev=AAA</i>	<i>New-Fin</i>
<i>L.Liq</i>	0.3166*** (0.0220)	-0.0414*** (0.0066)	-0.2097*** (0.0594)	0.0382*** (0.0108)	-0.0285*** (0.0082)	-0.0026*** (0.0008)
控制变量	是	是	是	是	是	是
省份/年份/行业 固定效应	是	是	是	是	是	是
R ²	0.3581	0.3331	0.3174			0.3645
样本量	21867	23375	5632	5632	5632	23385

注:第(2)、(3)列汇报的R²为Pseudo R²;第(1)、(6)列为Adj. R²。第(4)、(5)列由第(3)列的有序Probit模型计算得到了信用评级水平为AA-和AAA的概率,故不存在R²。

六、进一步讨论

(一)融资与治理效应下流动性的区位选择优势

由东道国的金融资源和公司治理所构成的金融制度,在企业的OFDI决策中占有一席之地。

^① 在表4 Panel A的第(1)列中,*L.Liq*×*PRIPer*的系数为正但不显著;考虑到机构投资者竞争程度以后,*PRII*收集企业私有信息的动机有所加强,退出行为便可能对企业的市场价值造成一定影响,表现为Panel B第(5)列中,*L.Liq*×*PRIPer*×*HHI*的系数为负但不显著。

^② 利用PEG模型计算权益资本成本需要使用企业的未来盈余。本文借鉴毛新述等(2012)的方式,利用企业过去10年(至少6年)的样本来估计未来盈余,再利用该未来盈余计算出企业的权益资本成本。

在金融制度相对完备的情况下,本土企业的市场竞争力更强,东道国的竞争环境也更激烈(Desbordes和Wei,2017);与此同时,相对完善的公司治理体系,还可能使OFDI企业产生额外的治理成本(Aguilera等,2019)。从现实来看,我国的实际资本存量和公司治理水平与发达国家存在一定差异,考虑到以上差异造成的进入成本,部分企业可能放弃在金融制度相对完备的国家开展合意投资的计划。那么资本市场的质量或流动性水平的提高,能否为企业带来区位选择优势,并成为一种特定的“金融优势”?为解答上述问题,本文首先选择了资本化水平($FinInsH$)来刻画东道国的金融制度约束;^①与此同时,为了控制非金融制度约束带来的影响,估计过程中还加入了东道国非金融制度约束($WGIIH$)(Ellis等,2017)。然后,本文以企业当年在特定东道国投资的次数为权重,求得加权平均值来衡量OFDI企业当年面临的金融和非金融制度约束;对于无投资企业,借鉴谢红军和吕雪(2022)的做法,采用行业-年份均值进行填补,用以刻画企业如果开展OFDI将面临的潜在制度约束。最后,本文同时在基础模型中加入 $L.IIiq \times FinInsH$ 和 $L.IIiq \times WGIIH$ 两个交互项进行回归。

表6汇报了本部分的估计结果。第(1)、(2)列是全样本回归结果,交互项 $L.IIiq \times FinInsH$ 的系数均显著为负,意味着流动性水平上升带来的融资和公司治理优势能为企业开展OFDI带来区位选择优势;交互项 $L.IIiq \times WGIIH$ 的系数不显著,说明流动性水平无法帮助企业克服东道国的非金融制度约束。估计系数的差异检验显示,两个交互项在5%的水平下显著存在差异,说明流动性水平的提高能够为企业带来区位选择优势以克服东道国金融制度约束带来的影响,并成为我国企业OFDI的“金融优势”。进一步地,考虑到跨国并购和绿地投资存在不同的进入成本和整合难度,本文还根据样本企业当年的投资模式,分别设置了跨国并购决策($Choice-MA$)、跨国并购规模($Value-MA$)、绿地投资决策($Choice-GI$)、绿地投资规模($Value-GI$)四个变量,用以检验不同投资模式下流动性水平的区位选择优势是否存在作用差异。具体来看,交互项 $L.IIiq \times FinInsH$ 在第(3)~(6)列中的系数都显著为负,而 $L.IIiq \times WGIIH$ 则在所有回归中的系数均不显著。不过系数差异检验表明,流动性水平的提高并没有为企业的跨国并购活动带来实质性的优势;但对于绿地投资活动却有显著影响。采用跨国并购时,主并方可以利用标的企业这一实体更为迅速地与海外市场形成“协同”。此时,东道国相对完备的金融制度反而成为OFDI企业重要的资源(Eufinger等,2024)而非约束,进而使得流动性水平在公司治理与资本补足方面的区位选择优势的作用也相对较小。但绿地投资的整合难度更高,投资中和投资后面临的金融制度约束也更大。此时,流动性水平带来的资本补足和公司治理优势对于进行OFDI的企业至关重要,有助于企业克服东道国金融制度约束带来的投资成本。总之,本部分的研究结论表明,以流动性水平为表征的资本市场质量,能为我国企业“走出去”发展带来区位选择优势,并成为一种特定的“金融优势”。

表6 流动性的治理和融资效应与区位选择优势

	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)
	不区分投资模式		跨国并购		绿地投资	
	<i>Choice</i>	<i>Value</i>	<i>Choice-MA</i>	<i>Value-MA</i>	<i>Choice-GI</i>	<i>Value-GI</i>
$b1:L.IIiq \times FinInsH$	-0.0088** (0.0037)	-0.4278** (0.1868)	-0.0022* (0.0011)	-0.2670* (0.1366)	-0.0130*** (0.0048)	-1.1245*** (0.4134)

① 选取该指标的原因在于:公司治理体系更为完善的国家,资本化水平也相对较高(La Porta等,2000),此二者互为支撑,且又是金融制度的重要体现。因此,资本化水平能够相对客观地刻画出一国的金融制度水平。

续表 6

	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)
	不区分投资模式		跨国并购		绿地投资	
	Choice	Value	Choice-MA	Value-MA	Choice-GI	Value-GI
b2:L.Liq×WGIH	0.0118 (0.0095)	0.5599 (0.4519)	0.0070 (0.0079)	0.9855 (0.9765)	0.0040 (0.0041)	0.2955 (0.3096)
L.Liq	-0.0135*** (0.0040)	-0.6810*** (0.2069)	-0.0075** (0.0034)	-0.9959** (0.4335)	-0.0151** (0.0062)	-1.3301** (0.5500)
FinInsH	0.0019 (0.0023)	0.1506 (0.1075)	0.0095*** (0.0012)	1.1581*** (0.1312)	-0.0286*** (0.0037)	-2.2641*** (0.2854)
WGIH	0.0034 (0.0062)	-0.1731 (0.2953)	0.0219*** (0.0062)	2.7102*** (0.7529)	0.0014 (0.0037)	-0.2325 (0.2894)
控制变量	是	是	是	是	是	是
省份/年份/行业固定效应	是	是	是	是	是	是
P值:b1-b2	0.033**	0.027**	0.253	0.210	0.003***	0.004***
Pseudo R ²	0.1542	0.1034	0.1755	0.1236	0.2796	0.1901
样本量	19198	19264	18991	19264	18790	19264

(二)人民币国际化与资本市场的互动效应

人民币国际化是高水平对外开放体制机制的重要组成部分。从渣打银行的人民币环球指数(RGI)来看,即便经历了由贸易政策不确定性造成的短暂下滑,人民币国际化水平总体仍呈现上升态势。^①而2011年推出人民币合格境外机构投资者(RQFII),不仅是人民币国际化工作的重要进展,也是资本市场国际化的重要举措。那么,两者间能否形成互动效应,进而对中国企业的OFDI产生积极影响?为了回答这个问题,本文构造了流动性水平与RQFII额度的对数值(lnRQFII)的交互项L.Liq×lnRQFII进行研究。^②L.Liq×lnRQFII在表7 Panel A中的系数都显著为正,说明当RQFII额度较低的时候,其能够与流动性水平形成协同效应,推动企业OFDI;但在RQFII额度较高时,两者对企业OFDI的作用却存在相互抵消的可能。^③这表明对于企业OFDI而言,流动性水平与人民币国际化既有协同效应,又有替代效应。

为此,本文构造了2011—2019年的平衡面板,并以每三年为一个窗口期进行检验。样本中的企业经历了人民币国际化的完整进程,如果流动性水平在不同的窗口期内对OFDI的影响呈现由弱至强再减弱的情况,也就能从侧面印证上述推论。表7的Panel B和Panel C汇报了滚动回归的具体结果。可以发现,L.Liq在所有窗口期都对企业的OFDI产生了显著影响,但在2014—2016年的作用是最强的;在2017—2019年,随着RQFII额度的进一步提高,流动性水平对企业OFDI的影响有所减弱。这是一个相对意外的结果。理论上,流动性水平或人民币国际化水平的提高均应该对企业的OFDI产生积极影响,两者的互动效应更应该以协同效应为主,但从回归结果来看,两者

① 囿于篇幅,具体请见线上附录。

② RQFII制度始于2011年,而在2019年末RQFII已经完全放开。因此,本部分将样本限定在2011—2019年。

③ RQFII是QFII的重要构成。前文已证明由QFII构成的PRII能优化企业股权结构,从而推动OFDI。因此,RQFII额度的上升理论上应有利于企业的OFDI活动。然而本部分交互项的系数显著为正,说明其对流动性与OFDI之间关系的影响可能并非线性促进作用。本文还将流动性水平取负号进行了检验,此时交互项的系数显著为负,这在一定程度上表明人民币国际化、流动性与企业OFDI之间可能存在非线性关系。

对于OFDI的正面作用却存在相互抵消的情况。本文认为,造成上述现象的原因在于:在RQFII从无到有的过程中,流动性水平的提高能够使我国企业吸引更多RQFII持股,通过优化股权结构、分摊风险的方式来推动OFDI(Panicker等,2019)。然而,在RQFII上升至高位的时候(2017—2019年),一方面,如果企业不具备良好的公司治理与投资前景,外资机构投资者的交易同样会呈现短期逐利性特征,并带来潜在的波动风险;另一方面,在这一周期内,外部的不确定性风险也在变高,资本市场开放使企业面临更大的风险敞口。由此,企业实施国际化战略的决策难度是在上升的,流动性水平与人民币国际化水平的同时提高也就可能对OFDI活动产生负面影响。

表7 人民币国际化与资本市场的互动效应

Panel A: RQFII额度的影响			
	(1)	(2)	
	Choice	Value	
L.Liq	-0.0666* (0.0347)	-4.1636** (2.0864)	
L.Liq×lnRQFII	0.0546* (0.0303)	3.4261* (1.8190)	
Pseudo R ²	0.1646	0.1102	
样本量	17551	17622	
Panel B: 滚动回归(投资决策)			
	2011—2013年	2014—2016年	2017—2019年
	(3)	(4)	(5)
L.Liq	-0.3798*** (0.1313)	-0.9057*** (0.2676)	-0.7099* (0.3721)
Pseudo R ²	0.2413	0.2519	0.2093
样本量	2530	2666	2876
Panel C: 滚动回归(投资规模)			
	(6)	(7)	(8)
L.Liq	-26.9596*** (8.5920)	-42.1301*** (12.6677)	-30.0477* (16.9709)
Pseudo R ²	0.1905	0.1757	0.1390
样本量	3036	3035	3036

注:Panel A中,lnRQFII为时间序列数据,已被年度效应吸收,故未汇报该项的回归系数;Panel B和Panel C使用了相同年份的平衡面板进行检验,故总体的样本量与基础回归存在差异。

(三)异质性分析^①

1. 产权性质的影响

国有企业与民营企业在融资、治理等方面存在显著差异,国有企业普遍具有较强的外源融资能力,但更易受双重委托代理问题的干扰;而民营企业的外源融资能力相对较弱。因此,流动性水平对于两类所有制企业OFDI的作用可能存在差异。利用产权性质作为分组变量的研究发现,流

^① 囿于篇幅,具体估计结果请见线上附录。

动性水平能够对民营企业的 OFDI 产生显著影响,但对国有企业 OFDI 的作用则不明显。民营企业的 OFDI 极易受信贷歧视问题的影响(王碧珺等,2015),流动性水平提高后,直接融资能力的提高有助于降低融资约束对其 OFDI 活动的负面影响。

2. 高管薪酬股权敏感性的影响

当高管的薪酬与股票价格相关性较强的时候,退出威胁对于管理层造成的影响更大(Edmans 等,2013)。因此,在高管的薪酬股权敏感性不同的条件下,流动性水平对企业 OFDI 活动的影响可能存在差异。本文借鉴 Jayaraman 和 Milbourn(2012)的方式计算了企业高管薪酬与股权的敏感性后,将样本分为薪酬与股权敏感性高于 75% 分位数和高管未持有股票期权的两组进行检验。^①研究发现流动性水平在高管薪酬与股权敏感性高的一组中,对企业的 OFDI 概率和规模都产生了显著影响,而在高管薪酬与股票期权无关的一组中作用不明显。流动性水平提高以后,外部股东的退出威胁对高管在职收入造成的潜在冲击更大,这有助于避免管理层短视行为给 OFDI 带来的不利影响。

3. 多个大股东的影响

企业是否具有多个大股东,同样可能影响流动性水平在退出治理方面影响企业 OFDI 的有效性(Edmans 和 Manso,2011)。本文根据企业当年是否存在持股 5% 以上的非控股股东进行了分组回归检验,发现流动性水平在具有多个大股东的企业中对于 OFDI 的促进作用更强。总体来看,上述两部分的异质性检验为流动性水平强化非控股股东参与治理的有效性进而推动企业开展 OFDI 提供了更多证据。

4. 股权集中度的影响

股权集中度较低的时候,适度提高控股股东持股比例能够通过分摊风险的优势,提高企业开展 OFDI 的动机;但过高的股权集中度又会改变管理层的风险偏好,对 OFDI 活动产生负面影响(Lien 和 Filatotchev,2015)。本文按照企业第一大股东持股比例的行业-年份中位数进行了分组回归,发现流动性水平能够对股权集中度较高的企业的 OFDI 活动产生显著影响,但对股权集中度低的企业作用却不明显。这说明流动性水平的提高可以使大股东在不损失控制权的情况下,吸引更多机构投资者增持股份来优化股权结构,引入资金、管理经验和海外市场投资信息来提高企业开展 OFDI 的能力。

5. 高新技术资质认定的影响

高新技术企业与非高新技术企业的资产结构存在显著差异。高新技术企业的主要资产是有利于企业开展跨国投资的无形资产(Rugman 和 Verbeke,2004);但无形资产又同时存在抵押能力较弱的问题,使得高新技术企业的 OFDI 更易受融资约束影响。以固定资产为主的非高新技术企业具备一定的所有权优势;较强的抵押资产能力也降低了其在开展 OFDI 过程中受融资约束影响的可能。本文按照企业是否取得国家高新技术企业资质认定进行分组回归,发现流动性水平能够对高新技术企业的 OFDI 决策产生显著影响,对非高新技术企业的 OFDI 则未体现出明显的作用。这说明流动性水平在直接融资方面的作用,可以保障高新技术企业更积极地进行研发创新,构筑技术壁垒以进行海外扩张。

^① 这样划分样本的原因在于:我国上市公司的高管持股分布存在明显差异,这也造成了高管薪酬对股票期权的敏感性分布存在一定偏态。

七、结 论

OFDI是实现高水平对外开放的关键组成部分,同时,构建高质量资本市场是推动经济高质量发展的题中之义。在此背景下,本文通过考察流动性水平对企业OFDI的影响,以探讨资本市场能否有效对实体经济产生影响、推动企业“走出去”发展的问题,并加深对高水平对外开放和经济高质量发展的相互融合与促进作用的理解。本文得到了如下主要研究结论。第一,股票流动性水平的提高,增加了企业开展OFDI的概率和规模。第二,优化股权结构、强化外部股东退出威胁以形成OFDI的治理基础;提供多元化的资本供给,丰富企业开展OFDI的融资渠道,是其提高企业OFDI能力的关键渠道。第三,在考虑东道国的金融制度约束后,流动性的融资和治理优势为OFDI企业带来了一定的区位优势。第四,本文从产权性质、高管薪酬股权敏感性、多个大股东、股权集中度和高新技术资质认定五个方面的异质性检验,进一步印证了流动性水平在促进企业OFDI过程中发挥的融资和治理效应。第五,本文发现人民币国际化与资本市场对于企业OFDI的影响既有协同效应,又有一定的替代效应。本文的研究结论证实,经过多年以提升市场活跃度为主线的资本市场改革是卓有成效的,并使资本市场能够有效服务于我国实现高水平开放、促进高质量发展的目标。

基于研究结论,本文有以下几点政策建议。第一,进一步深化资本市场融资端改革。本文研究发现,流动性水平能够对高新技术企业的OFDI产生更强的推动作用,揭示了资本市场在助力高新技术企业成长、推动经济结构转型升级过程中的重要作用。但从现实来说,我国资本市场在服务高新技术企业的投融资活动中仍有一定的问题。在当前积极推进注册制改革的背景下,仍需要通过规范特殊股权结构的设置条件等措施,优化高新技术企业的IPO程序;并适时研究推进主板市场的注册制改革,以实现资本市场资源的最优配置效率。以此更好服务高新技术产业、战略性新兴产业的融资和OFDI,借助“走出去”和“引进来”助力经济结构转型升级。第二,加快资本市场投资端改革。本文研究发现,长期机构投资者在股权治理、退出治理等方面发挥着重要作用。但从样本数据分布和现实来看,倡导长期价值创造的机构投资者在我国资本市场中的占比仍然较小,追求短期收益是更多机构投资者的选择。当前亟须通过完善税收制度、加快资本市场对外开放、适度放宽机构持股比例等举措,辅以积极地引导市场投资理念的改善,吸引中长期资金入市,更好发挥资本市场的融资和治理作用。第三,从制度层面提高上市公司质量。长期以来,囿于证券法律制度上的缺陷,我国上市公司财务造假等问题屡见不鲜。这极大地削弱了投资者的交易积极性和降低了资本市场的效率,更无益于实现高水平对外开放、高质量经济发展的目标。因此,应该进一步完善上市公司退出和信息披露方面的法律法规,提高上市公司财务造假的违法成本,从而形成上市公司公司治理的硬性约束和符合国际标准的公司治理框架。第四,进一步提高人民币国际化水平。在完善高水平对外开放体制机制的过程中,人民币国际化与资本市场的开放都是重要任务,潜在的输入性金融风险也是需要警惕的。因此,一方面需要通过优化上市公司的公司治理结构,提高投资价值,降低外资机构逐利化的短期交易倾向;另一方面企业也需要丰富风险对冲手段,并提高对于外部风险的防范意识与处置能力,避免外资机构交易潜在的风险传导对长期战略的负面影响。

参考文献:

1. 葛顺奇、罗伟:《中国制造业企业对外直接投资和母公司竞争优势》,《管理世界》2013年第6期。
2. 何青、刘尔卓:《汇率敏感性会影响企业贷款利率吗?——基于中国上市公司的分析》,《金融研究》2022年第8期。
3. 蒋冠宏、蒋殿春:《中国工业企业对外直接投资与企业生产率进步》,《世界经济》2014a年第9期。
4. 蒋冠宏、蒋殿春:《中国企业对外直接投资的“出口效应”》,《经济研究》2014b年第5期。
5. 姜付秀、马云飙、王运通:《退出威胁能抑制控股股东私利行为吗?》,《管理世界》2015年第5期。
6. 刘京军、徐浩萍:《机构投资者:长期投资者还是短期机会主义者?》,《金融研究》2012年第9期。
7. 刘新争、高闯:《机构投资者抱团能抑制控股股东私利行为吗——基于社会网络视角的分析》,《南开管理评论》2021年第4期。
8. 毛新述、叶康涛、张岷:《上市公司权益资本成本的测度与评价——基于我国证券市场的经验检验》,《会计研究》2012年第11期。
9. 潘越、汤旭东、宁博、杨玲玲:《连锁股东与企业投资效率:治理协同还是竞争合谋》,《中国工业经济》2020年第2期。
10. 田巍、余森杰:《企业生产率和企业“走出去”对外直接投资:基于企业层面数据的实证研究》,《经济学(季刊)》2012年第2期。
11. 汤超、祝树金:《大股东退出威胁、短视行为与出口产品质量升级》,《财贸经济》2022年第6期。
12. 王碧珺、谭语嫣、余森杰、黄益平:《融资约束是否抑制了中国民营企业对外直接投资》,《世界经济》2015年第12期。
13. 温军、冯根福:《股票流动性、股权治理与国有企业绩效》,《经济学(季刊)》2021年第4期。
14. 谢红军、吕雪:《负责任的国际投资:ESG与中国OFDI》,《经济研究》2022年第3期。
15. 张峥、李怡宗、张玉龙、刘翔:《中国股市流动性间接指标的检验——基于买卖价差的实证分析》,《经济学(季刊)》2014年第1期。
16. Aguilera, R. V., & Crespi-Cladera, R., Global Corporate Governance: On the Relevance of Firms' Ownership Structure. *Journal of World Business*, Vol.51, No.1, 2016, pp.50-57.
17. Aguilera, R. V., Marano, V., & Haxhi, I., International Corporate Governance: A Review and Opportunities for Future Research. *Journal of International Business Studies*, Vol.50, No.4, 2019, pp.457-498.
18. Amihud, Y., Illiquidity and Stock Returns: Cross-Section and Time-Series Effects. *Journal of Financial Markets*, Vol.5, No.1, 2002, pp.31-56.
19. Amihud, Y., & Levi, S., The Effect of Stock Liquidity on the Firm's Investment and Production. *The Review of Financial Studies*, Vol.36, No.3, 2023, pp.1094-1147.
20. Amihud, Y., & Mendelson, H., Liquidity and Asset Prices: Financial Management Implications. *Financial Management*, Vol.17, No.1, 1988, pp.5-15.
21. Brogaard, J., Li, D., & Xia, Y., Stock Liquidity and Default Risk. *Journal of Financial Economics*, Vol.124, No.3, 2017, pp.486-502.
22. Callaway, B., & Sant'Anna, P. H. C., Difference-in-Differences with Multiple Time Periods. *Journal of Econometrics*, Vol.225, No.2, 2021, pp.200-230.
23. Coffee, J. C., Liquidity versus Control: The Institutional Investor as Corporate Monitor. *Columbia Law Review*, Vol.91, No.6, 1991, pp.1277-1368.
24. Desbordes, R., & Wei, S. J., The Effects of Financial Development on Foreign Direct Investment. *Journal of Development Economics*, Vol.127, 2017, pp.153-168.
25. Dou, Y., Hope, O., Thomas, W. B., & Zou, Y., Blockholder Exit Threats and Financial Reporting Quality. *Contemporary Accounting Research*, Vol.35, No.2, 2018, pp.1004-1028.
26. Dunning, J. H., Explaining the International Direct Investment Position of Countries: Towards a Dynamic or Developmental Approach. *Weltwirtschaftliches Archiv*, Vol.117, 1981, pp.30-64.
27. Easton, P. D., PE Ratios, PEG Ratios, and Estimating the Implied Expected Rate of Return on Equity Capital. *The Accounting Review*, Vol.76, No.1, 2004, pp.73-95.
28. Edmans, A., & Manso, G., Governance Through Trading and Intervention: A Theory of Multiple Blockholders. *Review of Financial Studies*, Vol.24, No.7, 2011, pp.2395-2428.

29. Edmans, A., Fang, V. W., & Zur, E., The Effect of Liquidity on Governance. *Review of Financial Studies*, Vol.26, No.6, 2013, pp.1443-1482.
30. Ellis, J. A., Moeller, S. B., Schlingemann, F. P., & Stulz, R. M., Portable Country Governance and Cross-Border Acquisitions. *Journal of International Business Studies*, Vol.48, No.2, 2017, pp.148-173.
31. Eufinger, C., Gill, A., & Hett, F., Domestic Financial Conditions and MNCs' Global Competitiveness: Evidence from the Swiss Franc Shock. *Journal of International Business Studies*, Vol.55, No.8, 2024, pp.1057-1068.
32. Ferreira, M. A., & Matos, P., The Colors of Investors' Money: The Role of Institutional Investors around the World. *Journal of Financial Economics*, Vol.88, No.3, 2008, pp.499-533.
33. Filatotchev, I., & Wright, M., Agency Perspectives on Corporate Governance of Multinational Enterprises. *Journal of Management Studies*, Vol.48, No.2, 2011, pp.471-486.
34. Forssbæck, J., & Oxelheim, L., Finance-Specific Factors as Drivers of Cross-Border Investment—An Empirical Investigation. *International Business Review*, Vol.17, No.6, 2008, pp.630-641.
35. Hanselaar, R. M., Stulz, R. M., & van Dijk, M. A., Do Firms Issue More Equity When Markets Become More Liquid?. *Journal of Financial Economics*, Vol.133, No.1, 2019, pp.64-82.
36. Hu, H. W., & Cui, L., Outward Foreign Direct Investment of Publicly Listed Firms from China: A Corporate Governance Perspective. *International Business Review*, Vol.23, No.4, 2014, pp.750-760.
37. Jayaraman, S., & Milbourn, T. T., The Role of Stock Liquidity in Executive Compensation. *The Accounting Review*, Vol.87, No.2, 2012, pp.537-563.
38. Klein, M. W., Peek, J., & Rosengren, E. S., Troubled Banks, Impaired Foreign Direct Investment: The Role of Relative Access to Credit. *The American Economic Review*, Vol.92, No.3, 2002, pp.624-682.
39. La Porta, R., Lopez-de-Silanes, F., Shleifer, A., & Vishny, R., Investor Protection and Corporate Governance. *Journal of Financial Economics*, Vol.58, No.1, 2000, pp.3-27.
40. Lesmond, D. A., Ogden, J. P., & Trzcinka, C. A., A New Estimate of Transaction Costs. *Review of Financial Studies*, Vol.12, No.5, 1999, pp.1113-1141.
41. Lien, Y. C., & Filatotchev, I., Ownership Characteristics as Determinants of FDI Location Decisions in Emerging Economies. *Journal of World Business*, Vol.50, No.4, 2015, pp.637-650.
42. Maug, E., Large Shareholders as Monitors: Is There a Trade-Off between Liquidity and Control?. *The Journal of Finance*, Vol.53, No.1, 1998, pp.65-98.
43. McCahery, J. A., Sautner, Z., & Starks, L. T., Behind the Scenes: The Corporate Governance Preferences of Institutional Investors: Behind the Scenes. *The Journal of Finance*, Vol.71, No.6, 2016, pp.2905-2932.
44. Mihov, A., & Naranjo, A., Corporate Internationalization, Subsidiary Locations, and the Cost of Equity Capital. *Journal of International Business Studies*, Vol.50, No.9, 2019, pp.1544-1565.
45. Odders-White, E. R., & Ready, M. J., Credit Ratings and Stock Liquidity. *Review of Financial Studies*, Vol.19, No.1, 2006, pp.119-157.
46. Oxelheim, L., Randøy, T., & Stonehill, A., On the Treatment of Finance-Specific Factors within the OLI Paradigm. *International Business Review*, Vol.10, No.4, 2001, pp.381-398.
47. Panicker, V. S., Mitra, S., & Upadhyayula, R. S., Institutional Investors and International Investments in Emerging Economy Firms: A Behavioral Risk Perspective. *Journal of World Business*, Vol.54, No.4, 2019, pp.322-334.
48. Puck, J., & Filatotchev, I., Finance and the Multinational Company: Building Bridges between Finance and Global Strategy Research. *Global Strategy Journal*, Vol.10, No.4, 2020, pp.655-675.
49. Rugman, A. M., & Verbeke, A., A Perspective on Regional and Global Strategies of Multinational Enterprises. *Journal of International Business Studies*, Vol.35, No.1, 2004, pp.3-18.
50. Sufi, A., The Real Effects of Debt Certification: Evidence from the Introduction of Bank Loan Ratings. *Review of Financial Studies*, Vol.22, No.4, 2009, pp.1659-1691.
51. Teece, D. J., A Dynamic Capabilities-Based Entrepreneurial Theory of the Multinational Enterprise. *Journal of International Business Studies*, Vol.45, No.1, 2014, pp.8-37.

How Capital Markets Empower Enterprises to “Go Global” —An Examination Based on Stock Liquidity

ZHAO Ruifeng, JIANG Dianchun, CHENG Min (Nankai University, 300071)

Summary: Promoting high-quality development through high-standard opening-up and a better capital market are key policy objectives in China. In this context, it is crucial to understand how the capital market influences enterprises’ Outward Foreign Direct Investment (OFDI). While existing literature examines OFDI determinants such as productivity heterogeneity, financing ability, and corporate governance, few studies explore the role of the capital market in enabling Chinese enterprises to “go global” from a micro perspective. As a representative indicator of market microstructure, stock liquidity not only reflects the development quality of the capital market but also significantly shapes corporate strategic choices. Investigating its effect on OFDI provides insights into how the capital market empowers enterprises’ global development strategies.

Using data from Chinese A-share non-financial listed companies between 2007 and 2020, this paper examines how stock liquidity affects enterprises’ OFDI and explores the underlying mechanisms. The findings reveal that improved stock liquidity significantly increases both the likelihood and scale of OFDI. Mechanism analysis reveals that liquidity promotes OFDI primarily through three channels: optimizing the equity structure, strengthening exit governance, and enhancing financing advantages. These financing and governance effects provide enterprises with location selection advantages at the micro level. Furthermore, stock liquidity interacts with RMB internationalization, further influencing OFDI activities. Heterogeneity analysis finds that liquidity’s impact on OFDI varies depending on enterprise ownership, governance factors, and technological capabilities.

This study contributes to the literature in several ways. First, it enriches the understanding of the economic effects of stock liquidity and provides new evidence of the capital market’s influence on the real economy from an international perspective. Second, it extends the OFDI literature by exploring the significance of the home country’s capital market in shaping enterprises’ internationalization strategies. Based on the reality of Chinese listed companies, the paper clarifies the micro-mechanisms through which the capital market influences OFDI, offering important policy implications. The findings suggest that developing a high-quality direct financing market can reduce financing constraints, particularly for private firms, and support fair competition. Additionally, the interaction between RMB internationalization and the capital market highlights the need for further improvements in these areas to enhance enterprises’ OFDI capabilities.

Keywords: Stock Liquidity, OFDI, Equity Governance, Exit Governance, Financing Constraints

JEL: F21, G14, G32

责任编辑:诗 华