

金融发展、股权性质与中国企业国际化进程：

基于我国上市公司的经验证据

连立帅 陈超

复旦大学 管理学院

内容提要：伴随着经济全球化的发展，国际化逐渐成为众多中国企业的重要战略选择。本文考察了金融发展对于我国企业国际化进程的影响。结果表明，金融发展能够显著提升我国企业的国际化进程，并且这一效应在非国有企业中更为显著；拓展性检验中，进一步分析金融发展对于企业对外直接投资（OFDI）投资额的影响，结果显示金融发展能够增加非国有企业的OFDI投资额。本文还考察了金融发展影响企业国际化进程的路径，结果发现金融发展能够提升高新技术行业与较为依赖外部融资行业中非国有企业的国际化进程，并且金融发展还能够促进非国有企业开展技术探索型OFDI。本文将国际化进程理论引入到金融发展的研究领域，丰富了金融发展与经济增长的相关研究。

关键词：金融发展 股权性质 国际化进程

一、引言

伴随着经济全球化的深入，开拓国际市场逐渐成为企业追求价值增长的重要战略选择（Ellstrand et al., 2002; Fauver et al., 2004; 谭伟强等, 2008）^①。改革开放 30 多年以来，利用世界经济较长时间繁荣、经济全球化深入的发展机遇，越来越多的中国企业进入国际市场，开展国际化经营。国际化使企业能够将内部资源和能力应用于国际市场，获得资源和能力的规模效应和范围效应，同时也能使企业获取战略性资产，从而提升企业价值（Kogut, 1985; 谭伟强等, 2008; Buckley et al., 2007; Luo and Tung, 2007; 王凤彬、杨阳, 2013）^②。因此，在我国企业普遍开展国际化的情况下，探索我国企业实施国际化的决定因素具有重要的理论与现实意义。

金融发展与经济增长之间的关系一直以来是经济学家们关注的重要话题。关于金融发展促进经济增长的研究可最早追溯至 Schumpeter (1911)，其观点为金融系统通过发挥调动储蓄、评估项目、管理风险、监督管理与促进交易的功能，从而引导金融资源配置到高效率的公司，促进经济增长（Greenwood and Jovanovic, 1990; King and Levine, 1993; Rajan and Zingales, 1998）。然而，由于遗漏变量、反向关系等问题的存在，实证中检验金融发展与经济增长关系面临着内生性问题的挑战。例如，Robinson (1952) 认为金融发展是经济增长的结果，而非经济增长的原因。认识到上述内生性问题后，后续研究认为考察金融发展与经济增长的因果关系可着重于分析金融发展影响经济增长的具体微观机制（specific micro-mechanisms）（Rajan and

① 例如，三一重工（600031）在 2012 年度报告中对国际化战略进行了较为详细地阐述：国际化是三一“第三次创业”，是公司实现“品质改变世界”梦想的重要保证。公司将进一步加大国际化力度，积极拓展海外市场，全面提升美国、德国、印度、巴西产业园的经营能力，全力支持普茨迈斯特发展，加大整合力度，积极寻求国际合作，实现国际化的新进步与新突破。

② 我国企业实施国际化战略的重要现实原因在于：目前我国许多行业面临着较为严重的产能过剩，亟需巩固与拓展国际市场；同时，我国政府也鼓励企业采取多种方式“走出去”，包括通过 OFDI 的形式优化制造产地分布，消化国内产能。相关政策可参见 2013 年公布的《国务院关于化解产能严重过剩矛盾的指导意见》。

Zingales, 1998; Beck et al., 2000; Love, 2003; Fisman and Love, 2004; 刘行、叶康涛, 2014)^①。例如, Love (2003) 发现金融发展能够缓解企业面临的融资约束, 从而能够促进企业发展; 基于金融发展能够促进企业或行业更为及时地抓住发展机遇的思路, Fishman and Love (2004) 发现金融发展水平越高国家中, 其行业之间成长性的关联度更高。延续上述研究思路, 本文尝试从微观角度考察金融发展与中国企业国际化的关系, 从而为金融发展对经济增长的微观影响提供经验证据。

关于金融发展与企业国际化的文献大多按照国际化经营程度分为出口与对外直接投资 (OFDI), 分别考察金融发展与企业出口, 以及金融发展与 OFDI 的关系 (Beck, 2002; 包群、阳佳余, 2008; 黄玖立、冼国明, 2010; 齐俊研等, 2011; Buckley et al., 2007; Morck et al., 2008)。国际化战略通常是企业管理层综合其已有的经济活动与已知的国际市场信息后制定的, 从而国际化是企业依据其对于国际市场的知识与承诺 (market knowledge and commitment) 而有序开展^②。因此, 企业的国际化并非静态地显示为出口与对外直接投资, 而是体现为企业的市场知识与承诺相互作用后所形成的一个动态性的渐进过程, 即国际化进程 (Johanson and Vahlne, 1977, 1990, 2009)。尽管国际化进程理论对于理解企业的国际化表现出较强的解释力, 但是, 如何将这一理论运用至企业的国际化, 考察金融发展与企业国际化进程的关系的文献还很欠缺。^③

本文以 2001 至 2013 年 A 股非金融类上市公司为样本, 考察了金融发展与我国企业国际化进程的关系, 结果表明金融发展能够显著提升我国企业的国际化进程, 并且这一效应在非国有企业中更为显著。为了消除内生性问题对于本文结论的影响, 我们利用 2008 年全球性金融危机的自然实验机会进行了稳健性检验。2008 年金融危机所引起的国际市场需求下降会直接冲击我国企业的国际化经营情况, 但其同时也导致海外资产价值被低估, 从而为我国企业进行 OFDI, 并提高国际化进程提供了机会。金融发展作用的重要体现在于为企业投资机会的实现提供金融支持, 因此, 我们利用 2008 年全球性金融危机发生的背景考察了金融发展对于我国企业国际化进程的影响。上述检验结果显示本文的实证结论依然稳健。我们还发现金融发展能够显著增加非国有企业 OFDI 的投资额。最后, 我们还考察了金融发展影响我国企业国际化进程的作用路径, 结果发现金融发展能够显著促进高新技术行业与更为依赖外部融资行业中非国有企业的国际化进程, 以及非国有企业进行技术探索型 OFDI。

本文的贡献如下: 首先, 作为后发的新兴经济国家, 国际化进程理论对于解释我国企业的国际化较为适用。我国企业的国际化最早源自受益于改革开放政策实施后, 直接或是与外商投资合作等较为间接地方式引进国际上较为先进的技术与管理经验 (Child and Rodrigues, 2005), 因此, 国际化的最初形式为出口; 之后随着企业对于国际市场知识的积累, 出于市场寻求或是

① 解决金融发展与经济增长内生性问题的另一途径为寻找金融发展变更的外生自然实验机会, 例如, 利用 20 世纪 80 与 90 年代美国银行业放松监管的机会, Amore et al. (2013)、Chava et al. (2013) 发现银行业监管放松使得银行可以通过业务区域分散的方式分散风险, 从而有较大的动机为创新等高风险项目提供融资, 尤其是年轻与规模较小公司的创新; 利用我国 2005 年推出短期融资券的机会, 李科和徐龙炳 (2011) 发现金融发展能够提升企业的融资能力与投资能力, 促进企业经营业绩的增长。

② 按照 Johanson and Vahlne (1977, 2009) 的解释, 市场承诺 (market commitment) 是以下两个因素的综合: 国际市场的资源投入程度 (the size of the investment) 与投入资源的整合程度 (the degree of commitment); 此处的资源是指仅用于特定国家或地区的专用性资源, 资源的整合程度是指上述用于国家或地区专用性资源与国际市场需求的契合程度。

③ 改革开放以来, 金融发展在我国经济快速增长的过程中发挥了重要的作用。金融发展的标志性事件有: 20 世纪 90 年代初股票交易所的设立、2002 年银行业股份制改革与外资银行进入、2004 年中小板、2009 年创业板等。

资源寻求等原因,以及同期我国政府对于国内企业 OFDI 政策的转变 (Buckley et al., 2007; Luo et al., 2010),我国企业国际化的形式遂从设立海外贸易公司,升级为海外生产、经营等。不过,虽然上述过程与国际化进程理论较为符合,已有研究却未给予足够的重视。本文将国际化进程理论引入到金融发展的研究领域中,从动态化的视角考察了金融发展对于我国企业国际化进程的促进作用,一方面为国际化进程理论的应用提供了一个绝佳的背景,另一方面将以往研究中企业的国际化由仅针对出口,延伸至国际化进程,拓展了金融发展与企业国际化的研究;其次, Johanson and Vahne (1977) 认为企业国际化进程会依据创建链条 (establishment chain) 与心理距离 (psychic distance) 两个维度展开^①。不过,已有文献较多强调企业国际化进程的心理距离维度 (例如, Barkema et al., 1996; Evans and Mavondo, 2002)。利用中国企业国际化的背景,我们关注了国际化进程的创建链条维度,从而丰富了已有关于国际化进程的研究;最后,我们借鉴 Hsu et al. (2014) 的研究,从高新技术行业与外部融资约束两个方面考察了金融发展影响企业国际化进程的路径,从而深化了对于金融发展影响经济增长机制的理解。

下文的安排如下:第二部分是文献回顾;第三部分是制度背景、理论分析和研究假设;第四部分是研究设计,包括样本选择、回归模型变量定义与描述性统计;第五部分是假设检验;第六部分进一步考察了金融发展影响企业国际化的作用路径;最后是结论。

二、文献回顾

国际化表示企业为实现成长而开展地超越国境经营,因而从表现形式上,国际化通常体现为出口与 OFDI (Buckley and Casson, 2009)。按照国际化的两种表现形式,已有关于金融发展与国际化的研究分别考察了金融发展与出口,以及金融发展与 OFDI 的关系。金融发展与出口的研究文献认为,金融发展能够有效克服企业所面临的道德风险与逆向选择等问题,降低企业的外部融资成本,缓解企业的融资约束,从而促进企业出口水平的提升与出口质量的提高 (Beck, 2002; 包群、阳佳余, 2008; 黄玖立、冼国明, 2010; 齐俊妍等, 2011)。Beck (2002) 基于跨国数据的研究表明,金融发展水平较高国家的工业制成品出口份额与工业制成品贸易顺差均较高,并且这一效应在依赖外部融资的行业中更为显著。齐俊妍等 (2011) 采用跨国数据的研究发现,金融发展能够促进一国专业化生产高技术复杂度产品,从而提升一国整体出口技术复杂度。关于我国的研究中,包群和阳佳余 (2008) 发现金融发展与中国工业制成品出口比较优势正相关。

由于我国企业的 OFDI 近期才受到学者们的关注,已有文献中关注金融发展与我国企业 OFDI 的关系还很有限。Buckley et al. (2007) 认为我国金融市场发展不完善是我国企业进行 OFDI 的重要原因。金融市场发展不完善致使资本可以低于市场利率的价格获取,因而,开展 OFDI 的企业能够利用金融市场的非均衡来获取低成本资本:第一,国有企业能以低于市场利率的价格获取资本;第二,由于政策性或是银行系统低效的原因,银行的预算软约束致使银行为企业开展 OFDI 提供大量低成本资金;第三,集团化公司内部资本市场的低效导致企业对 OFDI 进行融资支持;最后,家族企业能够从家庭成员中获取低成本的资本。Morck et al. (2008) 发现我国开展 OFDI 的企业主要为大型国有企业,他们认为主要原因是政府对于银行业的控制导致上述企业可以获得低成本的资本,因而,由于 OFDI 的政治目标性特征,国有企业的管理层为职业晋升等考虑,会将这些资本投资于海外。

以上研究分别从出口与 OFDI 的视角考察了金融发展与企业国际化的关系。然而,国际化决

^① 创建链条 (establishment chain) 是指企业对于国际市场资源投入程度高低,心理距离 (psychic distance) 是指本国与企业投资、经营所在国家或地区之间语言、文化、政治制度等因素的差异。

策是企业管理层综合其已有的经营活动与已知的国际市场信息而后制定的，从而国际化是企业依据其对于国际市场的知识与承诺（market knowledge and commitment）而有序展开。因此，企业的国际化并非为静态地显示为出口与对外直接投资，而是体现为企业的市场知识与承诺相互作用后所形成的一个动态化的渐进过程，即国际化进程（Johanson and Vahlne, 1977, 1990, 2009）。最近一篇与本文相关的文献中，Sun et al.（2015）发现我国的地区金融开放程度能够促进中国企业的国际化，不过，该文仍采用静态的视角看待中国企业的国际化，也未检验金融发展影响中国企业国际化的路径。^①因此，当企业的国际化体现为动态的渐进过程时，金融发展会发挥何种作用？这是本文研究的主要问题。

三、制度背景、理论分析与研究假设

（一）制度背景：中国企业的国际化

始于 1978 年十一届三中全会，我国开始推行对外开放的政策。在全球化背景下，对外开放使得我国可以参与到全球化产业分工链条，利用后发优势并发挥由其资源禀赋所决定的比较优势，促进对外贸易发展与经济增长。同时，对外贸易发展与外商直接投资还能够将先进的技术和管理经验引入进来，提升我国的技术进步速度（林毅夫，2011）。受益于对外开放政策的实行，我国出口规模自 20 世纪 80 年代起开始急剧增长，尤其在 2001 年我国加入 WTO 之后。联合国贸易与发展会议（UNCTAD）的数据显示，2013 年度我国的出口贸易总额为 2.430 万亿美元，居全球出口贸易国首位。

我国政府初期对于国内企业 OFDI 实施着十分严格的管制，特别 1997 年亚洲金融危机后，由于担心国有企业改革造成的国有资产流失，我国政府对于 OFDI 的监管愈加严格，包括强化 OFDI 立项的审查与 OFDI 项目实施过程中的监督等。因而，2001 年之前，我国的 OFDI 规模尚小，增长速度亦较慢。由于国内市场竞争加剧、国家外汇储备不断增加等原因，2001 年后，为适应我国对外开放由出口和吸收外商直接投资为主转向出口、吸收外商直接投资和对外直接投资并重的新形势，我国政府开始推行支持 OFDI 政策，即“走出去”战略，积极鼓励和支持有条件的企业对外直接投资与跨国经营，而且逐渐开始转换在企业 OFDI 过程中的角色，由以前的监管逐渐转向对 OFDI 的指导与协助（Luo et al., 2010）。^②2013 年，我国政府更是提出了规模宏大的“一路一带”构想，全面鼓励我国企业开展 OFDI。受益于我国政府“走出去”战略的实施，自 2001 年起，我国 OFDI 迅速增长。UNCTAD 的数据显示，2013 年度其流量已达到 1010 亿美元，次于美国与日本，跃居为全球第三大对外直接投资来源国。

（二）理论分析与研究假设

国际化会导致企业内部及其外部经营环境发生变化，从而使得企业面临着不同于国内经营的问题与机会。由于与国际化有关问题的出现存在着不确定性，并且多数情况下对于企业而言尚未存在着先例，企业较为缺乏有关国际市场的信息，也并没有较为详细的应对措施、知识与经验（Johanson and Vahlne, 1977）。因此，国际化是企业为应对内部与外部经营环境变化而渐进性地获取国际市场信息与增加国际市场承诺的相互作用过程：一方面企业可以将其在国际市场经营过程中获取的经验转化为企业关于国际市场的知识，并且上述知识仅能形成于企业在国际市场的经验，另一方面，企业还可以通过其投资决策提高对于国际市场的承诺水平；国际市场的经验形成了企业对于国际市场的知识体系，而国际市场的知识体系会进一步影响到企业的

^① Sun et al.（2015）衡量国际化的指标分别为国际业务收入占营业收入比例，与海外子公司占子公司数量的比例。

^② 关于我国 OFDI 政策变更与 OFDI 关系的详细综述，请参与 Buckley et al.（2007）、Luo et al.（2010）。

国际市场承诺决策及之后企业的国际市场经营活动，从而国际化表现为市场知识与市场承诺相互作用后形成的一个渐进化的动态过程，即国际化进程(Johanson and Vahlne, 1977, 1990, 2009)。

开展国际化经营意味着企业对于国际市场承诺的增加，例如构建国际市场的营销网络，或者设立海外生产工厂等(Johanson and Vahlne, 1990)。然而，这些承诺，尤其是相关资源投资的实现必须依赖于企业的金融资源，尤其是外部金融资源支持，因此，开展国际化的企业会较为依赖于外部融资(Beck, 2002; Morck et al., 2008; Chor and Minor, 2012)，而且随着国际化进程的提高，企业对于国际市场的承诺逐渐增加，其对于外部融资的依赖程度也逐渐上升。金融发展有利于克服市场中存在的道德风险、逆向选择问题，降低交易成本与企业的外部融资成本，从而影响到企业的外部融资(Rajan and Zingales, 1998)。因此，由于国际化对于外部金融资源的依赖性，金融发展是企业开展国际化的重要决定因素之一(Beck, 2002)。金融发展可以缓解信息不对称，监督企业管理层，分散投资者风险，从而通过调整资本配置的方式影响到企业面临的融资约束，并进而对企业的国际化产生影响。

首先，由于文化、法律、市场竞争与政府监管等制度环境的差异，国际化致使投资者进行信息获取的成本更高(Christophe, 2002)。例如，一般投资者获取企业国际业务数据资源与掌握数据分析工具的成本可能会很高(Callen et al., 2005)；国际化还致使企业形成与其海外经营相适应的区域性与专业性资产(Nohria and Ghoshal, 1994)，而一般投资者多数并不具备理解上述资产，以及解析与其相关信息的能力(Thomas, 2000)。因此，国际化导致管理层与外部投资者之间的信息不对称更为严重。进一步，较为严重的信息不对称还会致使开展国际化企业中的代理问题更为严重(Hope and Thomas, 2008)。因此，随着企业国际化进程的提高，与其相关的信息不对称与代理问题越高。金融发展可以帮助投资者更为及时与准确地获取企业的投资、经营信息，从而缓解管理层与外部投资者之间的信息不对称，以及管理层的代理问题(Levine, 1997, 2005)。例如，单个投资者需要支付信息获取的固定成本，如信息分析所需的必要技能与进行信息分析的时间、精力投入等，而高昂的信息获取成本会抑制其进行投资的意愿。金融系统的发展，如金融中介发展可以分散单个投资者的信息搜索与解析成本，从而降低投资者信息的获取成本；外部投资者与企业管理层之间信息不对称的缓解同时还有利于投资者更为有效地监督管理层，使得管理者的目标为追求公司价值最大化，从而降低了企业中的代理问题(Levine, 1997, 2005)。因此，金融发展能够缓解与国际化相关的信息不对称与代理问题，缓解开展国际化企业的融资约束，从而提升企业的国际化进程。

其次，开展国际化的企业通常也面临着更多的经营风险，包括市场竞争、汇率风险、政治风险等，从而导致企业的系统风险更高(Butler and Joaquin, 1998; Reeb et al., 1998)。例如，与国际化有关交易规则的非预期变更等政治的不稳定性因素会导致国际化经营的不确定增加，如投资与经营东道国突然实施抑制外国资本的政策等，加之国际化需要在海外市场完成，因而汇率的波动也会导致国际业务收益的不确定性增加。^①上述两者均会影响到企业未来的现金流，并进而影响到企业的价值。一般而言，投资者的风险规避倾向会导致其缺少投资于高风险项目的动机，而金融市场为企业与投资者提供了一系列的风险管理工具，能够分散投资者的风险，从而引导投资者能够将资源投资于经营风险较高的企业(Levine, 1997, 2005)。因此，企业的国际化进程越高，与国际化有关的经营风险也越高，金融发展分散国际化企业经营风险的作用也更强。

基于以上理论分析，我们提出如下假设：

^① 例如，中兴通讯在 2013 年报中对人民币汇率（相对于美元或欧元）的波动进行了敏感性分析：如果 2013 年人民币相对美元（或欧元）升值 3%（5%），公司利润总额将减少 3716（18511.8）万元。

H1: 其他条件不变的条件下, 相对于低金融发展水平, 高金融发展水平会更能提高企业的国际化进程。

上述关于金融发展与企业国际化进程的分析没有考虑到不同类型的企业受到金融资源支持的程度, 以及政府对于国际化企业的支持程度等方面所可能存在的差异。已有文献表明中国的银行等金融机构存在着对非国有企业的信贷歧视, 其原因在于: 其一, 国有企业普遍存在着由于政策性负担而导致的预算软约束, 为了让这些承担着政策性负担的国有企业继续生存, 政府必然会为这些企业提供各种资源支持, 而其中主要措施之一便是要求银行给予这些企业更便利、成本更低廉的贷款; 其二, 相比于非国有企业, 国有企业债务违约风险较低: 一方面, 国有企业在产品市场、要素市场等市场拥有较多的竞争优势, 使得其经营风险相对较低(Loury, 1998), 另一方面由于国有产权与政府的天然联系, 国有企业在陷入财务困境时更容易获得政府的救助, 政府干预大大降低了债务契约的履约成本(孙铮等, 2005); 最后, 银行为国有企业提供贷款能够获取相较于为非国有企业提供贷款所不能获得的收益, 例如, 政治利益(Brandt and Li, 2003)。因此, 相对于国有企业, 金融发展对于缓解非国有企业融资约束的作用更强。例如, 沈红波等(2011)认为金融发展水平的提高可以降低银行与非国有企业之间的信息不对称, 降低非国有企业的贷款担保要求; Lin(2011)发现 2001 年后外资银行进入引起我国银行业的竞争加剧, 从而更有利于非国有企业获取更多信贷融资; 刘行和叶康涛(2014)认为 2005 年短期融资券推出这一金融发展事件更能降低非国有企业的融资约束, 因而减少了非国有企业通过避税方式进行融资的动机。

包括中国在内的新兴市场国家中, 政府是企业开展国际化的重要支持者, 会向这些企业提供各种各样的资源支持, 比如提供金融与财政激励, 与东道国签订双边协议保护本国企业的国际化等(Buckley et al., 2007; Luo and Tung, 2007; Luo et al., 2010)。但是, 政府对于国际化企业的支持并非完全一致, 会因企业的股权性质而存在着差异。我国政府鼓励企业国际化的重要目标为开拓国际市场, 以及寻求自然资源、技术资源等战略性资产等, 因而企业的国际化亦会体现为一种政治任务(Buckley et al., 2007; Luo et al., 2007)。由于国有产权与政府的天然联系, 相对于非国有企业, 国有企业承担着较多的政治目标, 即政府会要求国有企业承担与国际化相关的政策性负担(Morck et al., 2008; Cui and Jiang, 2012)。同时, 为保证这些政治目标的实现, 政府也会为这些承担着政治目标的企业提供更多的金融资源支持, 例如优惠的融资条件, 税收激励与减免等(Morck et al., 2008; Cui and Jiang, 2012)。因此, 政府对于国有企业在国际化进程过程中的支持会弱化金融发展对于融资约束的缓解作用。

综上, 相对于非国有企业, 由于国有企业的低融资约束与政府对于其在国际化进程中的支持, 金融发展对于国际化进程的促进作用在国有企业中会弱化。据此, 我们提出如下研究假设:

H2: 其他条件不变的条件下, 相对于国有企业, 高金融发展水平会更大程度地提高非国有企业的国际化进程。

四、研究设计

(一) 样本选择

本文以中国沪深市场 A 股非金融类上市公司为研究对象, 样本期间为 2001 至 2013 年; 样本期间始于 2001 年主要是基于以下考虑: 第一, 我国企业的出口与 OFDI 自 2001 年我国加入 WTO 后才呈现出迅猛增长的趋势(Lu et al., 2014); 第二, 构建较长时间跨度的面板数据能够较为充分地反映出我国企业国际化进程的时间层面与横截面的差异, 有利于更好的考察金融发展与企业国际化进程之间的关系。样本筛选程序如下: (1) 删除未开展国际化业务的公司, 即

没有国际业务收入的公司样本；（2）考虑到金融类公司资产负债表的特殊性，剔除全部金融保险行业公司样本；（3）剔除样本期间内财务数据缺失的公司样本。经过上述筛选程序，我们共获得 1311 家公司，9213 个公司年度数据。样本筛选过程见表 1。

本文的企业出口与 OFDI 数据分别手工取自我国上市公司的年报。同时，为确保手工数据的可靠性，我们还根据 Wind 数据库主营业务收入分地区数据与 CSMAR 数据库关联方信息数据进行一一核对。本文公司注册地数据来源于 Wind 数据库，其他数据来源于 CSMAR 数据库。为减轻异常值的影响，我们对所有连续变量均在 1% 与 99% 分位上进行了缩尾 (winsorize) 处理。

表 1 样本选择表

	公司-年度样本	公司数
A 股全部上市公司	22092	2592
（1）减：未开展国际化业务公司	11488	988
（3）减：金融业上市公司	26	6
（4）减：财务数据缺失公司	1365	287
最终样本	9213	1311

（二）模型设计与变量定义

为检验本文的研究假设，我们构建如下回归模型：

$$INTNPCS = \beta_0 + \beta_1 FMINDEX + Controls + \varepsilon \quad (1)$$

$$INTNPCS = \beta_0 + \beta_1 FMINDEX + \beta_2 SOE + \beta_3 FMINDEX \times SOE + Controls + \varepsilon \quad (2)$$

模型中变量的定义如下：

1. 因变量

INTNPCS 是自变量，为国际化进程的衡量指标，分别为 *INTNPCS1*、*INTNPCS2*。Johanson and Vahlne (1977) 认为企业的国际化会依照创建链条，即国际市场的承诺程度由低到高渐进展开：（1）不规律性出口；（2）利用国际代理商出口；（3）建立海外销售机构；（4）海外建立工厂。基于此，我们建立如下有序虚拟变量 (*INTNPCS1*)：当国际业务收入三年均值小于 5%，企业为开展不规则出口，*INTNPCS1* 取值为 1；当国际业务收入三年均值超过 5%，企业为开展有规律性出口，取值为 2，若企业还在国内建立了国际贸易公司，判断企业在国内拥有独立的国际贸易公司，取值为 3；若国际业务收入非零，且企业在海外建立了贸易公司，判断企业在海外拥有独立的国际贸易公司，取值为 4；若国际业务收入非零，且企业在海外创建了生产或经营公司，判断企业拥有国际经营公司，取值为 5。中国企业进行 OFDI 的重要目的之一还包括提升企业的技术水平 (Buckley et al., 2007)。不过，这类国际化并不一定包括海外贸易，或是海外生产与经营，但其建立的海外公司仍然为帮助企业了解与开拓海外市场，因此，我们将此类国际化取值为 4。部分公司的国际化进程会同时涉及到以上数个阶段，我们取其中最高者。此外，出口是企业进入国际市场的开始，此阶段企业投资于国际市场的资源较少，但是，企业通过出口所获取的国际市场经验是其开展 OFDI 的平台与提高国际市场承诺的基础 (Kogut and Chang, 1996)。因此，我们还将国际化进程 (*INTNPCS2*) 的衡量简化为：企业仅有国际业务收入为 1，同时拥有国际业务收入与 OFDI 取值 2。同时，借鉴 Lu et al. (2014) 的研究，我们将上市公司持股比例至少为 20% 的海外公司定义为 OFDI。

2. 自变量

金融发展指标 (*FMINDEX*)。已有关于金融发展影响经济增长机制的研究主要是基于横截

层面的数据，检验地区金融发展差异对产业或企业的影响。由于资源禀赋、地理位置以及国家政策的不同，我国不同地区的金融发展水平存在着较大差异。参考解维敏和方红星（2011）、刘行和叶康涛（2014）等研究，我们也利用地区的金融市场发展水平作为金融发展的衡量指标，并且采用樊刚等（2011）提供的各省（自治区、直辖市）金融业的市场化程度指数，将其加 1 后取对数，来衡量金融发展水平。^①

股权性质虚拟变量（*SOE*）。根据上市公司年报中披露的实际控制人性质，如果实际控制人为国有，令 *SOE* 取值为 1，如果为非国有，则 *SOE* 取值为 0。

3.控制变量

借鉴以往国际化影响因素的相关研究（Johanson and Vahle, 1990, 2009; Lu et al., 2014），我们选择如下控制变量（*Controls*）：企业规模（*Size*），等于企业总资产的自然对数；盈利能力（*Roa*），等于净利润与总资产之比；成立年限（*Age*），等于公司至当年的成立年限。企业的规模越大、盈利能力越高、年限越长，其能够为国际化进程提升更多的资源支持，从而国际化进程越高（Johanson and Vahle, 1990, 2009; Lu et al., 2014）。我们还控制了资产负债率、企业成长性与资产结构对于企业国际化进程的影响。资本负债率（*Lev*）等于总负债与总资产之比。成长性分别用权益市场价值与账面价值比（*MB*）与营业收入增长率（*Growth*）衡量，前者等于权益市场价值与账面价值之比，后者等于营业收入的年度增长率。资产结构采用有形资产比例（*PPE*）衡量，等于固定资产净额与总资产之比。行业竞争程度（*HHI*），等于行业中单个企业主营业务收入占行业总收入百分比的平方和。Child and Rodrigues（2005）认为中国企业进行国际化的主要原因之一为国内市场较高的行业竞争。此外，企业进行国际化还会受到地区开放程度（*OPEN*）的影响，我们采用樊刚等（2011）提供的地区引进外资程度对其进行了衡量。为控制时间与行业效应，我们设置了年度（*Year*）与行业虚拟变量（*Industry*）。行业虚拟变量的设置为依据证监会 2001 年公布的行业分类指引，制造业取两位行业代码，其他行业则取一位行业代码。

当因变量为 *INTNPCS1* 与 *INTNPCS2* 时，回归模型采用有序 logistic 回归方法。根据文中的假设 H1，我们预期模型（1）的回归结果中，*FMINDEX* 的回归系数显著为正；根据文中的假设 H2，我们预期模型（2）的回归结果中，*FMINDEX*×*SOE* 的回归系数显著为负。

五、实证分析

（一）描述性统计

主要变量的描述性统计结果见表 2。样本期间 *INTNPCS1* 与 *INTNPCS2* 的平均数（中位数）分别为 2.772（3.000）、1.349（1.000），标准差为 1.248 与 0.477，表明不同企业之间的国际化进程存在着较大差异。*FMINDEX* 的平均数（中位数）为 2.447（2.518），最小值与最大值分别为 0.548 与 2.835，标准差为 0.275，表明各地区的金融发展水平存在着较大的差异。*SOE* 的平均数为 0.557，表明本文样本中约有 55.7% 的企业为国有企业，国有企业占多数与我国上市公司大部分源于国有企业改制的现实相一致。

表 2 主要变量的描述性统计

变量	平均数	标准差	最小值	25 分位数	中位数	75 分位数	最大值
<i>INTNPCS1</i>	2.772	1.248	1.000	2.000	3.000	4.000	5.000
<i>INTNPCS2</i>	1.349	0.477	1.000	1.000	1.000	2.000	2.000

^① 本文中 2010 年至 2013 年的金融业市场化指数为根据 2009 年与之前年度的数据趋势计算所得。

<i>FMINDEX</i>	2.447	0.275	0.548	2.358	2.518	2.631	2.835
<i>SOE</i>	0.557	0.497	0.000	0.000	1.000	1.000	1.000
<i>Size</i>	21.677	1.177	19.454	20.860	21.511	22.268	25.418
<i>Roa</i>	0.031	0.065	-0.278	0.011	0.032	0.061	0.197
<i>Age</i>	2.366	0.480	0.000	2.079	2.485	2.708	3.497
<i>Lev</i>	0.484	0.215	0.057	0.326	0.487	0.631	1.172
<i>MB</i>	3.234	2.830	-1.807	1.592	2.413	3.910	18.047
<i>Growth</i>	0.202	0.439	-0.576	-0.009	0.138	0.311	2.958
<i>PPE</i>	0.265	0.157	0.011	0.144	0.239	0.367	0.699
<i>HHI</i>	0.103	0.105	0.027	0.045	0.066	0.122	1.000
<i>OPEN</i>	3.789	2.391	-1.097	2.084	3.760	4.930	13.808

我们还对国际化进程指标进行了描述性统计（见表 3）。当因变量为 *INTNPCS2* 时，全样本中，65.13% 的企业的国际化进程仅体现为出口，而 34.87% 的公司除出口贸易外，还会以 *OFDI* 的形式开展国际化。当因变量为 *INTNPCS1* 时，我们发现在国际化进程仅体现为出口的样本中，多数的企业实现了有规律性的出口（73.82%），并且有 24.52% 的企业会选择在国内建立国际贸易公司的形式促进出口；我们发现在国际化进程包括 *OFDI* 的样本中（即 *INTNPCS1* 等于 4 与 5），多数企业 *OFDI* 为通过在海外建立贸易公司或其他方式开拓国际市场（75.41%），而只有 24.59% 的企业会选择以建立海外生产或经营公司的形式开展国际化。^①

表 3 国际化进程指标的描述性统计

变量	国际化进程	频数	比例 (%)
<i>INTNPCS1</i>	1	1571	17.05
	2	2958	32.11
	3	1471	15.97
	4	2423	26.3
	5	790	8.57
	合计	9213	100
<i>INTNPCS2</i>	1	6000	65.13
	2	3213	34.87
	合计	9213	100

主要变量之间的相关系数矩阵列示于表 4。由表可知，国际化进程指标（*INTNPCS1*、*INTNPCS2*）与金融发展的衡量指标（*FMINDEX*）的 *Pearson* 与 *Spearman* 相关系数均为正，且在 1% 的水平上显著，表明在未控制其他变量的情况下，金融发展会显著提高企业的国际化进程。这一结果初步验证了本文的假设 H1。*INTNPCS1* 与 *SOE* 显著负相关，表明在未控制其他变量的情况下，国有企业的国际化进程低于非国有企业；*INTNPCS1* 与 *Size*、*Roa*、*Age*、*OPEN* 显著正相关，表明在未控制其他变量的情况下，企业规模越大、负债水平越高、盈利水平越高、成立年限越长、地区开放程度越高，企业的国际化进程越高。*INTNPCS1* 与 *MB*、*Growth*（*Pearson*

^① 表 3 中未列示的数据计算如下：73.82%=(2958+1471)/(1571+2958+1471)；24.52%=1571/(1571+2958+1471)；75.41%=2423/(2423+790)；24.59%=790/(2423+790)。

相关系数)与 *PPE* 显著负相关,表明在未控制其他变量的情况下,成长性与有形资产比例越低,企业的国际化进程越高。

表 4 主要变量的相关系数表

	<i>INTNPCS1</i>	<i>INTNPCS2</i>	<i>FMINDEX</i>	<i>SOE</i>	<i>Size</i>	<i>Roa</i>	<i>Age</i>	<i>Lev</i>	<i>MB</i>	<i>Growth</i>	<i>PPE</i>	<i>HHI</i>
<i>INTNPCS1</i>		0.852***	0.205***	-0.028***	0.268***	0.025**	0.129***	0.065***	-0.055***	-0.013	0.101***	0.106***
<i>INTNPCS2</i>	0.864***		0.246***	-0.092***	0.271***	0.075***	0.107***	0.015	-0.046***	-0.000	-0.126***	0.139***
<i>FMINDEX</i>	0.209***	0.234***		-0.267***	0.192***	0.071***	0.361***	-0.107***	0.001	-0.094***	-0.164***	-0.042***
<i>SOE</i>	-0.029***	-0.093***	-0.238***		0.201***	-0.154***	0.048***	0.209***	-0.114***	-0.016	0.095***	0.082***
<i>Size</i>	0.288***	0.280***	0.202***	0.217***		0.064***	0.240***	0.354***	-0.293***	0.096***	0.018*	0.078***
<i>Roa</i>	0.029***	0.070***	0.099***	-0.100***	0.116***		-0.102***	-0.404***	0.237***	0.355***	-0.123***	0.067***
<i>Age</i>	0.124***	0.099***	0.338***	0.046***	0.186***	-0.082***		0.213	-0.044	-0.139	-0.064	-0.046***
<i>Lev</i>	0.057***	0.010	-0.074***	0.198***	0.301***	-0.411***	0.223***		-0.047***	0.014	0.048***	0.004
<i>MB</i>	-0.062***	-0.067***	0.00200	-0.075***	-0.248***	0.098***	0.0150	0.037***		0.141***	-0.151***	0.029***
<i>Growth</i>	-0.026**	-0.016	-0.053***	-0.015	0.079***	0.254***	-0.051***	0.040***	0.104***		-0.022**	0.044***
<i>PPE</i>	-0.100***	-0.117***	0.132***	0.107***	0.070***	-0.113***	-0.021**	0.078***	-0.105***	-0.032***		-0.096***
<i>HHI</i>	0.096***	0.112***	-0.036***	0.111***	0.160***	0.061***	-0.066***	0.001	-0.005	0.039***	0.002	

注:左下方是 Pearson 相关系数检验,右上方是 Spearman 相关系数检验;***、**、* 分别表示显著性水平为 1%、5%、10%。

(二) 回归分析

金融发展与企业国际化进程的回归结果列示于表5。当因变量为*INTNPCS1*与*INTNPCS2*时,我们发现*FMINDEX*的回归系数均在1%的水平上显著为正,即地区金融发展水平越高,企业的国际化进程也越高。关于回归结果的经济意义解析如下:因变量为*INTNPCS1*时,*FMINDEX*的回归系数为0.713,假定其他变量不变的情况下,金融发展指标每增加1个单位,国际化处于高进程(例如,*INTNPCS1*等于5)的比值(odds)会增加约1.04倍($1.040=e^{0.715}-1$);因变量为*INTNPCS2*时,*FMINDEX*的回归系数为1.261,假定其他变量不变的情况下,金融发展指标每增加1个单位,国际化处于高进程(即*INTNPCS2*等于2)的比值(odds)会增加约2.54倍($2.530=e^{1.261}-1$)。^①上述结果与本文的假设H1相一致。国际化进程越高,企业对于外部融资依赖程度越高;金融发展通过缓解外部投资者与企业管理层之间信息不对称,监督企业管理层与分散投资者风险等途径缓解了企业面临的外部融资约束,从而促进了企业国际化进程的提升。

控制变量方面,与Lu et al. (2014)的预测相一致,*Size*的回归系数显著为正,即规模越大的企业,其国际化进程更高;*Roa*、*Age*的回归系数却均不显著,这与表4中的单变量之间相关系数结果并不一致,可能是由于变量之间的相关性所致;*Growth*、*PPE*的回归系数显著为负,表明成长性与有形资产比例越低,企业的国际化进程越高;*HHI*、*OPEN*的回归系数显著为正,表明企业所处行业的竞争程度越高,所处地区的开放程度越高,企业的国际化进程越高。

表5 金融发展与国际化进程的回归结果

	(1)		(2)	
	<i>INTNPCS1</i>		<i>INTNPCS2</i>	
	回归系数	P值	回归系数	P值

① 根据本文中金融发展的度量方法,金融发展每增加1个单位,金融市场化水平增加约1.72。

<i>FMINDEX</i>	0.715***	0.002	1.265***	0.001
<i>Size</i>	0.465***	0.000	0.544***	0.000
<i>Roa</i>	-0.393	0.409	0.825	0.337
<i>Age</i>	0.115	0.378	-0.008	0.965
<i>Lev</i>	-0.097	0.649	-0.346	0.249
<i>MB</i>	0.007	0.531	-0.012	0.534
<i>Growth</i>	-0.143***	0.006	-0.140*	0.084
<i>PPE</i>	-1.326***	0.000	-1.457***	0.000
<i>HHI</i>	0.888**	0.030	1.176**	0.027
<i>OPEN</i>	0.070***	0.000	0.072***	0.003
<i>Intercept1</i>	9.829***	0.000	15.477***	0.000
<i>Intercept2</i>	11.545***	0.000		
<i>Intercept3</i>	12.315***	0.000		
<i>Intercept4</i>	14.299***	0.000		
Industry	Yes		Yes	
Year	Yes		Yes	
Pseudo R^2	0.063		0.147	
N	9213		9213	

注：标准误差经过公司与时间层面的双重聚类调整；***、**、* 分别表示显著性水平为1%、5%、10%。

金融发展、股权性质与国际化进程的回归结果列示于表6。当因变量为*INTNPCS1*与*INTNPCS2*时，我们发现交叉项*FMINDEX*×*SOE*的回归系数均在1%的水平上显著为负。有关回归结果的经济意义解析中，当因变量为*INTNPCS1*时，*FMINDEX*的回归系数为1.210，假定其他变量不变的情况下，金融发展指标每增加1个单位，非国有企业的国际化处于高进程（例如，*INTNPCS1*等于5）的比值（odds）会增加约2.35倍（ $2.353=e^{1.210}-1$ ），*FMINDEX*×*SOE*的回归系数为-0.779，假定其他变量不变的情况下，国有企业国际化处于高进程（例如，*INTNPCS1*等于5）的比值（odds）会增加约0.54倍（ $0.539=e^{(-0.779)}-1$ ），即金融发展指标每增加1个单位，非国有企业的国际化处于高进程比值（odds）的增加倍数是国有企业的4.39倍。以自变量为*INTNPCS2*的解释相同。上述结果与本文的假设H2相一致。由于国有企业在信贷市场所受到的优势，及其在开展国际化过程中政府的资源支持，金融发展所带来的融资约束缓解对非国有企业的影响更为显著，从而会更大程度地提高非国有企业的国际化进程。

表6 金融发展、股权性质与国际化进程的回归结果

	(1)		(2)	
	<i>INTNPCS1</i>		<i>INTNPCS2</i>	
	回归系数	P值	回归系数	P值
<i>FMINDEX</i>	1.210***	0.000	1.915***	0.000
<i>SOE</i>	1.656**	0.019	2.235**	0.038
<i>FMINDEX</i> × <i>SOE</i>	-0.779***	0.006	-1.131***	0.007
<i>Size</i>	0.500***	0.000	0.618***	0.000
<i>Roa</i>	-0.585	0.207	0.442	0.584

<i>Age</i>	0.184	0.141	0.128	0.456
<i>Lev</i>	-0.050	0.818	-0.254	0.405
<i>MB</i>	0.008	0.507	-0.012	0.525
<i>Growth</i>	-0.153***	0.002	-0.165**	0.024
<i>PPE</i>	-1.334***	0.000	-1.447***	0.000
<i>HHI</i>	0.914**	0.029	1.264**	0.020
<i>OPEN</i>	0.069***	0.000	0.074***	0.002
<i>Intercept1</i>	11.770***	0.000	18.556***	0.000
<i>Intercept2</i>	13.491***	0.000		
<i>Intercept3</i>	14.268***	0.000		
<i>Intercept4</i>	16.263***	0.000		
Industry	Yes		Yes	
Year	Yes		Yes	
Pseudo R^2	0.065		0.159	
N	9213		9213	

注：标准误差经过公司与时间层面的双重聚类调整；***、**、* 分别表示显著性水平为 1%、5%、10%。

（三）稳健性检验

1. 内生性检验

前文的回归结果支持了我们提出的研究假设，不过基于横截面的回归分析很容易受到内生性问题的干扰，从而影响结论的可靠性（刘行、叶康涛，2014）；而且已有研究对于金融发展与国际化的因果关系尚存在着分歧，例如，Beck（2002）认为金融发展能够促进进出口的增长，而 Do and Levchenko（2007）却认为是由于出口对于外部融资的需求促进了金融发展。为克服本文结论中可能存在的问题，我们进行如下处理：第一，选择 2008 年全球性金融危机作为自然实验机会^①；第二，选取工具变量；第三，控制滞后一期的因变量以控制回归模型中的遗漏变量问题。

（1）2008 年金融危机的自然实验机会

金融发展的作用体现在克服市场中的道德风险与逆向选择问题，降低外部融资成本，从而促进较为依赖外部融资企业或行业的成长（Rajan and Zingales, 1998）。因而，当企业面临较高的融资约束，或是较好的投资机会时，金融发展一方面能够缓解企业的融资约束，使企业的经营能够持续（Chor and Minor, 2012），另一方面还能为企业投资机会的实现提供金融资源支持（Fisman and Love, 2004）。2008 年全球性金融危机对我国经济产生了较为严重的冲击，全球性的市场需求下降致使我国企业的出口与海外经营情况受到较大冲击；但与些同时，金融危机也导致海外资产价值普遍被低估，从而为我国企业开展大规模的对外直接投资提供了机会。

^① 刘行和叶康涛（2014）采用 2005 年短期融资券的推出作为金融发展的自然实验进行了内生性检验，本文未按照其方法进行检验的原因在于：企业国际化进程的较高阶段，例如以生产、技术研发等为目的的 OFDI 通常为长期性投资，更需要长期资金的支持。短期融资券的融资期限通常较短，故以此作为外部融资可能与投资项目期限并不匹配。同时，我们认为采用 2008 年金融危机作为外生事件进行了内生性检验具备一定的合理性：首先，由于金融危机的发生为不可预期的外生事件，在其影响期限内金融发展水平并不会发生较大的变动，从而也就不会出现如 Do and Levchenko（2007）所指出的企业国际化对于外部融资需求会促进金融发展的情形，而更可能是由于金融发展水平差异确定的情况下，2008 年金融危机引致的外部融资需求的满足程度会存在着差异，这与 Rajan and Zingales（1998）所指出的克服金融发展与经济增长内生性问题的解决思路也较为一致。

因此，金融发展水平越高，一方面可以缓解企业面临的融资约束，抵消金融危机所造成的负面冲击（Chor and Minor, 2012），从而维系企业的国际化进程；另一方面，可以使企业利用海外资产价值被低估的机会，有效支持企业的对外直接投资，甚至提升企业的国际化进程。因此，我们预期：金融发展水平越高，2008 年金融危机冲击下企业的国际化进程下降程度更低，并且这种效应在非国有企业中更为显著。

为考察 2008 金融危机冲击下金融发展与国际化进程的关系，我们构建以下双重差分回归模型：

$$INTNPCS = \beta_0 + \beta_1 FMINDEX + \beta_2 FC + \beta_3 FMINDEX \times FC + Controls + \varepsilon \quad (3)$$

$$\begin{aligned} INTNPCS = & \beta_0 + \beta_1 FMINDEX + \beta_2 FC + \beta_3 SOE + \beta_4 FMINDEX \times FC \\ & + \beta_5 FMINDEX \times SOE + \beta_6 FC \times SOE \\ & + \beta_7 FMINDEX \times FC \times SOE + Controls + \varepsilon \end{aligned} \quad (4)$$

其中， FC 为 2008 年金融危机虚拟变量。金融危机虽然始于 2007 年的次贷危机，但其演变为全球性金融危机，对全球经济产生影响则开始于 2008 年 9 月。因此，根据 2008 年金融危机的影响时间，本文将样本划分为金融危机前期（2005-2007）与期间（2008-2010），若样本年度在金融危机期间， FC 取值为 1，否则为 0。其余变量定义与模型（1）、（2）相同。我们预期模型（3）中， $FMINDEX \times FC$ 的回归系数显著为正，模型（4）中， $FMINDEX \times FC \times SOE$ 的回归系数显著为负。

2008 年金融危机、金融发展与国际化进程的回归结果列示于表 7。模型（3）的回归结果为列（1）与（2）。当因变量为 $INTNPCS1$ 时， $FMINDEX$ 的回归系数在 1% 的水平上显著为正，这与表 5 的结论一致； FC 的回归系数显著为负，表明 2008 金融危机对我国企业的国际化进程产生了不利影响； $FMINDEX \times FC$ 的回归系数在 1% 的水平上显著为正，表明金融发展水平越高，相对于金融危机前期，2008 金融危机冲击下企业的国际化进程下降程度更低。以 $INTNPCS2$ 为因变量的回归结果仍保持一致。上述结果与我们的预期一致，即金融发展能够抵消 2008 年金融危机对于我国企业国际化进程的不利影响。

模型（4）的回归结果为列（3）与（4）。当因变量分别为 $INTNPCS1$ 与 $INTNPCS2$ 时，我们发现 $FMINDEX \times FC \times SOE$ 的回归系数均不显著。上述结果与我们的预期并不一致，即我们并未发现 2008 年金融危机冲击下，金融发展能够使得非国有企业的国际化进程下降程度更低。我们认为其原因可能是：为应对金融危机对我国经济造成的危局，我国政府于 2008 年底实施了大规模的经济刺激计划。经济刺激计划下政府对于金融系统的干预致使金融资源的配置受制于政府。由于国有企业存在着预期软约束，及国有产权与政府的天然联系，经济刺激政策下金融资源更多地流向了国有企业。因此，经济刺激计划下政府干预金融系统扭曲了金融资源的配置，一方面将金融资源优先配置于国有企业，另一方面还会减少非国有企业所获得的金融资源，从而抑制了 2008 年金融危机冲击期间，金融发展对于缓解非国有企业融资约束中的作用。

表 7 2008 年金融危机、金融发展与国际化进程

	(1)		(2)		(3)		(4)	
	$INTNPCS1$		$INTNPCS2$		$INTNPCS1$		$INTNPCS2$	
	回归系数	P值	回归系数	P值	回归系数	P值	回归系数	P值
$FMINDEX$	0.8311***	0.008	1.2289**	0.013	1.2864***	0.003	1.2995*	0.083
FC	-2.2864***	0.005	-2.6142***	0.002	-2.1223**	0.040	-0.9765	0.640

<i>FMINDEX</i> × <i>FC</i>	0.8681***	0.006	1.0329***	0.002	0.8271**	0.047	0.4844***	0.007
<i>SOE</i>					1.7980	0.138	0.4162	0.839
<i>FMINDEX</i> × <i>NSOE</i>					-0.7517	0.163	-0.2335	0.792
<i>SOE</i> × <i>FC</i>					0.4628	0.677	-1.4738*	0.078
<i>FMINDEX</i> × <i>SOE</i> × <i>FC</i>					-0.2338	0.611	0.3750	0.299
<i>Size</i>	0.4943***	0.000	0.5655***	0.000	0.5066***	0.000	0.6262***	0.000
<i>Roa</i>	-0.7296	0.190	2.0901**	0.048	-0.8491	0.125	1.6190*	0.096
<i>Age</i>	0.1984	0.203	0.0351	0.870	0.2347	0.126	0.1226	0.541
<i>Lev</i>	-0.1795	0.456	-0.2436	0.503	-0.1527	0.530	-0.2163	0.552
<i>MB</i>	0.0026	0.831	-0.0197	0.323	0.0021	0.860	-0.0233	0.233
<i>Growth</i>	-0.2374***	0.001	-0.3110***	0.001	-0.2425***	0.000	-0.3292***	0.000
<i>PPE</i>	-1.4094***	0.000	-1.5522***	0.001	-1.4330***	0.000	-1.5583***	0.001
<i>HHI</i>	0.8313*	0.057	0.9307***	0.003	0.8932*	0.053	1.0419**	0.017
<i>OPEN</i>	0.0952***	0.000	0.0998***	0.007	0.0964***	0.000	0.1061***	0.005
<i>Intercept1</i>	10.4251***	0.000	15.5098***	0.000	11.9096***	0.000	17.1108***	0.000
<i>Intercept2</i>	12.3365***	0.000			13.8251***	0.000		
<i>Intercept3</i>	13.2174***	0.000			14.7085***	0.000		
<i>Intercept4</i>	15.0788***	0.000			16.5738***	0.000		
<i>Industry</i>	Yes		Yes		Yes		Yes	
<i>Year</i>	Yes		Yes		Yes		Yes	
Pseudo <i>R</i> ²	0.066		0.135		0.067		0.144	
<i>N</i>	4285		4285		4285		4285	

注：标准误差经过公司与时间层面的双重聚类调整；***、**、* 分别表示显著性水平为1%、5%、10%。

(2) 选取工具变量

前文虽然利用 2008 年全球性金融危机作为自然实验机会进行内生性问题检验。然而，上述外生事件对于检验金融发展与企业国际化进程的适用性问题可能会影响其可靠性。因此，我们还选择工具变量来克服内生性问题。Beck (2002) 采用法律起源 (legal origin) 作为工具变量，不过，基于跨国数据的研究设计并不能直接应用于基于我国的研究。Fan et al. (2013) 选择 1842 年鸦片战争期间被迫对外开放口岸地区与被租借地区作为制度特征的工具变量，其原因在于殖民统治可能会对地区市场与法律发展形成长期影响。结合 Beck (2002) 与 Fan et al. (2013) 的研究设计，我们首先确定清朝晚期各主要殖民主义国家在我国的势力范围，其次根据相应势力范围确定殖民国家的法律起源，并以此作为工具变量。^①回归结果列示于表 8Panel A，结果显示

① 晚清各殖民国家与清政府签订的关于划分势力范围的不平等条约包括：《胶澳租借条约》(1898 年，德国)、《订租威海卫专条》(1898 年，英国)、《广州湾租界条约》(1899 年，法国)、《马关条约》(1895 年，日本) 等。根据上述不平等条约，我们将山东确定为德国势力范围，山西、内蒙古、陕西、甘肃、青海、新疆与宁夏确定为俄国势力范围，广西、海南、贵州、云南作为法国势力范围，辽宁、吉林、黑龙江与福建作为日本势力范围，上海、江苏、浙江、安徽、江西、河南、湖北、湖南、广东、重庆、四川与西藏作为英国势力范围。北京、天津与河北由于是清朝廷的核心统治区，我们未将上述地区划分为任何统治区。此外，La Porta 等 (1998) 认为法律起源包括英国法系、法国法系、德国法系与北欧法系，但其样本中并不包括俄国 (前苏联或俄罗斯)，因此，我们将俄国的法律起源作为单独一类。在第一阶段回归中，我们发现英国法系的回归系数显著为正，而其他法系的回归系数则显著为负。另外，考虑到上海公共租界较多，我们同时不再将上海作为英国势力的样本进行了检验，发现结果并无显著变化。

FMINDEX 的回归系数至少在 5% 的水平上显著为正, *FMINDEX*×*SOE* 的回归系数也至少在 10% 的水平上显著为负。

(3) 控制滞后一期的因变量

内生性问题产生的主要原因之一在于回归模型中变量的遗漏。由于遗漏变量通常会相对保持不变, 其对于回归结果的影响可由滞后一期的因变量所反映。因此, 我们将滞后一期的因变量作为控制变量加入回归模型中, 以控制遗漏变量对于本文结论的可能影响。结果显示本文的结论未发生实质性变化 (表 8Panel B)。

2. 替代性解释

我国政府于 2001 年起开始实施“走出去”战略, 尤其是鼓励中国企业以 *OFDI* 的形式进入国际市场 (Luo et al., 2010), 因而本文实证结果的另一种替代性解释是: 金融发展水平差异有可能体现为不同地区政府对于辖区内企业开展国际化的支持程度。“走出去”战略虽然自 2001 年起实施, 但在初期, 与“走出去”战略相配套的政策尚未颁布与实施, 并且对于 *OFDI* 的范围控制仍较为严格, 各级政府可能并没有较强的动力支持企业的国际化进程。^①因此, 我们以 2001 至 2004 年, 即“走出去”战略实施初期, 政府尚未较强地支持企业 *OFDI* 的样本进行了检验。回归结果显示本文的结论未发生实质性变化 (表 8Panel C)。

3. 其他稳健性检验

我们还进行了其他稳健性检验: (1) 考虑到我国企业在香港、新加坡、澳门以及加勒比避税天堂 (百慕大群岛、英属维尔京群岛、英属开曼群岛) 的投资很可能是基于避税考虑, 因此, 借鉴 Lu et al. (2014) 的研究, 我们删除了注册地处于上述地区, 且经营范围仅为投资的海外投资项目信息; (2) Ellstrand et al. (2002)、Lu et al. (2014) 发现管理层薪酬激励、董事会结构等公司治理变量会对企业的 *OFDI* 产生影响, 因此, 我们在模型 (1) 与 (2) 加入公司治理控制变量, 包括实际控制人持股比例、董事长与总经理是否兼任、董事会规模、独立董事比例与管理层薪酬水平等公司治理变量; (3) 本文中 2010 年至 2013 年的金融业市场化指数为根据 2009 年与之前年度的数据计算所得。本文虽然根据利用该指数的趋势进行计算的方法, 但是计算的跨度期较长可能会导致所计算的金融业市场化指数并不准确。因此, 我们将样本期间缩减至 2001 至 2010 年; (4) 为解决回归结果可能是由于样本较为集中于某些地区 (例如, 北京、上海、广东、浙江等) 所致, 我们将回归模型 (1) 与 (2) 中除 *FMINDEX* 外的变量按地区取均值, 从而构建了地区年度面板数据; (5) 前文国际化进程第 1 至 3 阶段的定义中, 本文以国际业务收入比例三年均值 5% 作为阈值, 稳健性检验中, 我们也以 3% 与 8% 作为阈值; 此外, 前文国际化进程第 4 与 5 阶段, 我们并未考虑国际业务收入比例的影响, 稳健性检验中, 我们还要求公司处于国际化进程第 4 与 5 阶段的前提是国际业务收入比例三年均值超过 5%。上述稳健性检验的回归结果列列表 8Panel D 至 G, 结果显示本文的结论未发生实质性变化 (稳健性检验 (5) 的结果未报告)。

表 8 稳健性检验回归结果

	(1)		(2)		(3)		(4)	
	<i>INTNPCS1</i>		<i>INTNPCS2</i>		<i>INTNPCS1</i>		<i>INTNPCS2</i>	
	回归系数	P值	回归系数	P值	回归系数	P值	回归系数	P值
Panel A: 采用工具变量								
<i>FMINDEX</i>	1.656**	0.035	3.090***	0.002	1.857**	0.019	3.303***	0.001

^① 例如, 中国政府一直实行着较为严格地外汇管制措施。虽然中国政府 2001 年就开始实施“走出去”战略, 但是, 与 *OFDI* 相关的外汇管制放松直至 2003 年才以政策的形式颁布 (Luo et al., 2010)。

<i>SOE</i>					1.386	0.109	2.360**	0.048
<i>FMINDEX</i> × <i>SOE</i>					-0.663*	0.056	-1.176**	0.012
控制变量	Yes		Yes		Yes		Yes	
Pseudo R^2	0.063		0.149		0.065		0.160	
N	9213		9213		9213		9213	
Panel B: 控制滞后一期因变量								
<i>FMINDEX</i>	0.308*	0.087	1.453***	0.001	0.593**	0.015	1.940***	0.000
<i>SOE</i>					0.934**	0.039	1.653	0.106
<i>FMINDEX</i> × <i>SOE</i>					-0.453**	0.012	-0.954**	0.019
控制变量	Yes		Yes		Yes		Yes	
Pseudo R^2	0.537		0.726		0.537		0.730	
N	7845		7845		7845		7845	
Panel C: “走出去”战略实施初期样本 (2001至2004年)								
<i>FMINDEX</i>	0.8843***	0.001	1.3295***	0.002	1.4739***	0.000	2.5317***	0.000
<i>SOE</i>					1.5103	0.146	3.3036**	0.034
<i>FMINDEX</i> × <i>SOE</i>					-0.7732*	0.084	-1.5510**	0.021
控制变量	Yes		Yes		Yes		Yes	
Pseudo R^2	0.087		0.240		0.088		0.243	
N	1369		1369		1369		1369	
Panel D: 删除OFDI目的地为避税天堂, 而且目的仅为投资的样本								
<i>FMINDEX</i>	0.705***	0.002	1.235***	0.001	1.160***	0.000	1.847***	0.000
<i>SOE</i>					1.538**	0.025	2.111*	0.051
<i>FMINDEX</i> × <i>SOE</i>					-0.711***	0.010	-1.061**	0.012
控制变量	Yes		Yes		Yes		Yes	
Pseudo R^2	0.062		0.145		0.064		0.154	
N	9206		9206		9206		9206	
Panel E: 加入公司治理变量								
<i>FMINDEX</i>	0.708**	0.018	1.551***	0.003	1.294***	0.000	1.918***	0.000
<i>SOE</i>					2.428***	0.001	1.670	0.244
<i>FMINDEX</i> × <i>SOE</i>					-1.102***	0.000	-0.929*	0.096
控制变量	Yes		Yes		Yes		Yes	
Pseudo R^2	0.064		0.173		0.067		0.185	
N	6972		6972		6972		6972	
Panel F: 样本期间为2001至2010年								
<i>FMINDEX</i>	0.7927***	0.001	1.2453***	0.004	1.1798***	0.000	1.8563***	0.002
<i>SOE</i>					1.2915	0.119	2.1421	0.127
<i>FMINDEX</i> × <i>SOE</i>					-0.6053*	0.075	-1.0931*	0.055
控制变量	Yes		Yes		Yes		Yes	
Pseudo R^2	0.068		0.148		0.069		0.155	
N	5654		5654		5654		5654	
Panel G: 地区年度面板数据								
<i>FMINDEX</i>	0.3801***	0.001	0.0770**	0.014	0.8658***	0.000	0.2093***	0.001
<i>SOE</i>					1.1888**	0.037	0.2103	0.174
<i>FMINDEX</i> × <i>SOE</i>					-0.6726***	0.008	-0.1735**	0.015
控制变量	Yes		Yes		Yes		Yes	
Adjusted R^2	0.440		0.457		0.456		0.481	
N	397		397		397		397	

注: Panel A 至 F 中标准误差经过公司与时间层面的双重聚类调整, Panel G 为 OLS 回归, 标准误差经过异方差调整; **、* 分别表示显著性水平为 1%、5%、10%。

(三) 拓展性检验: 金融发展与 OFDI 投资额

前文我们采用的有序变量设计虽然能够反映出企业国际化进程的差异，然而，其却未能衡量企业在不同进程下国际化程度的差异，例如，*INTNPCS2* 为 2 表明企业存在着 OFDI，但开展 OFDI 企业的投资程度差异并未能在上述变量设计中体现出来。因此，下文我们以 OFDI 投资额衡量 OFDI 的程度差异，并预期金融发展水平与 OFDI 投资额正相关，并且这一效应在非国有企业中更为显著。我们构建如下 OLS 回归模型：

$$INVEST = \beta_0 + \beta_1 FMINDEX + Controls + \varepsilon \quad (5)$$

其中，*INVEST* 为企业 OFDI 投资额的自然对数^①。其他变量定义与前述模型相同。我们将分别使用全样本、国有企业样本与非国有企业样本，并利用模型（5）进行回归。模型（5）回归中使用的样本为企业层面样本。

金融发展、股权性质与 OFDI 投资额的回归结果列示于表 9。*FMINDEX* 的回归系数在全样本、国有企业样本与非国有企业样本中均为正，但仅在非国有企业中在 10% 的水平上显著。上述结果表明金融发展能够促进非国有企业 OFDI 投资额的提高，这与我们的预期基本一致。

表 9 金融发展、股权性质与 OFDI 投资额

	全样本		国有企业		非国有企业	
	<i>INVEST</i>		<i>INVEST</i>		<i>INVEST</i>	
	回归系数	P值	回归系数	P值	回归系数	P值
<i>FMINDEX</i>	5.579	0.121	3.852	0.485	8.045*	0.096
<i>Fsales</i>	1.298*	0.097	0.303	0.805	2.075***	0.000
<i>Size</i>	1.059***	0.000	1.024***	0.000	1.278***	0.000
<i>Roa</i>	-3.923*	0.062	-7.930***	0.000	-1.861	0.526
<i>Age</i>	0.344	0.192	0.244	0.642	0.444*	0.099
<i>Lev</i>	-0.165	0.824	-1.112	0.296	0.436	0.647
<i>MB</i>	-0.027	0.609	-0.046	0.503	0.009	0.908
<i>Growth</i>	0.067	0.679	0.182	0.185	-0.165	0.582
<i>PPE</i>	-2.221**	0.012	-3.758***	0.008	-1.020	0.393
<i>OPEN</i>	-1.783	0.353	-0.977	0.616	-1.377**	0.015
<i>HHI</i>	0.108*	0.050	0.223**	0.011	0.054	0.307
<i>Intercept</i>	-12.549**	0.027	-9.067	0.266	-17.976***	0.001
<i>Industry</i>	Yes		Yes		Yes	
<i>Year</i>	Yes		Yes		Yes	
Adjusted <i>R</i> ²	0.171		0.198		0.203	
<i>N</i>	2723		1328		1395	

注：标准误差经过公司与时间层面的双重聚类调整；***、**、* 分别表示显著性水平为 1%、5%、10%。

六、金融发展影响企业国际化进程的路径分析

① 由于部分 OFDI 投资额是以非人民币进行列示，因此，本文还将非人民币计量货币换算成美元，然后再换算成人民币。未直接换算成人民币的原因在于：美元作为全球大宗商品的计量单位，各国家或地区均会有较为准确的本国或本地区货币与美元的汇率。汇率数据取自 OANDA 公司提供的数据

(<http://www.oanda.com/lang/cns/currency/historical-rates/>)。OANDA 是一家位于加拿大的外汇交易公司，主要提供货币兑换、在线小额外汇交易、在线外汇兑换与外汇交易信息等服务。

前文发现金融发展能够促进企业国际化进程的提升，并且我们认为其路径是金融发展能够缓解融资约束。Hsu et al. (2014) 认为金融发展缓解融资约束的路径有二：一是高新技术行业与技术研发；二是外部融资依赖。我们将考察金融发展与企业国际化进程的关系在是否为高新技术行业与不同外部融资依赖程度行业中存在着的差异，及金融发展与技术探索型 OFDI 的关系，从而能够更为清晰地了解金融发展影响企业国际化进程的路径。

(一) 金融发展、高新技术行业与国际化进程

高新技术企业会相对较多地承担创新性的任务，通过系统地运用科技知识，从事设计、研发与推广新的产品或是制造程序。由于创新性任务的不确定性与风险性更高，高新技术企业创新性任务的完成更需要金融系统的支持。有效的金融系统可以通过发挥降低融资成本、分配有限金融资源、评估创新项目、分散风险与监督管理层等功能促进创新 (Levine, 1997, 2005; Hsu et al., 2014)。经验证据方面，Hsu et al. (2014) 基于跨国数据的研究发现金融发展能够促进高新技术行业中企业的创新。前文发现金融发展能够促进我国企业国际化进程的提升，我们进一步预期金融发展对于我国企业国际化进程的促进作用在高新技术行业更强。

借鉴王凤彬和杨阳 (2013) 的研究，我们根据经济合作与发展组织 (OECD) 有关行业密集程度的划分标准，与国家统计局对高新技术产业的认定标准，设置了行业属性虚拟变量，令高新技术行业赋值为 1，非高新技术行业的赋值为 0。其中，高新技术行业包括：医药业，航空、航天器及设备制造业，电子及通讯设备制造业，计算机及办公设备制造业，医疗仪器设备及仪器仪表制造业，信息化学品制造业，科学研究及技术服务业，生态环境与环境治理业。行业类别判定中我们采用了 CSMAR 提供的 2012 年版行业界定标准。

为检验本文的预期，我们分别按照高新技术行业样本与非高新技术行业样本，并采用回归模型 (1) 与 (2) 进行回归。关于金融发展、高新技术行业与企业国际化进程的回归结果列示于表 10。高新技术行业样本中，无论因变量为 *INTNPCS1* 或是 *INTNPCS2*，*FMINDEX* 的回归系数均在 1% 的水平上显著为正，表明金融发展能够促进高新技术行业中的企业提升国际化进程；进一步，*FMINDEX*×*SOE* 的回归系数均至少在 5% 的水平上显著为负，即相对于国有企业，金融发展提升企业国际化进程的效应在非国有企业中更为显著。而在非高新技术行业中，我们发现 *FMINDEX* 的回归系数均不显著，进一步还发现 *FMINDEX*×*SOE* 的回归系数亦均不显著，表明金融发展并未能促进非高新技术行业中的企业提升国际化进程，并且也并未存在显著的股权性质差异。上述结果与我们的预期相一致。

表 10 金融发展、高新技术产业与国际化进程

	高新技术行业				非高新技术行业			
	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)	(7)	(8)
	<i>INTNPCS1</i>	<i>INTNPCS1</i>	<i>INTNPCS2</i>	<i>INTNPCS2</i>	<i>INTNPCS1</i>	<i>INTNPCS1</i>	<i>INTNPCS2</i>	<i>INTNPCS2</i>
<i>FMINDEX</i>	1.307*** (0.000)	2.077*** (0.000)	2.132*** (0.001)	3.045*** (0.000)	0.199 (0.518)	0.324 (0.351)	0.652 (0.178)	0.950 (0.138)
<i>SOE</i>		2.576** (0.021)		3.328** (0.046)		0.369 (0.657)		0.875 (0.562)
<i>FMINDEX</i> × <i>SOE</i>		-1.210*** (0.006)		-1.637** (0.013)		-0.201 (0.554)		-0.509 (0.387)
<i>Size</i>	0.507*** (0.000)	0.563*** (0.000)	0.645*** (0.000)	0.748*** (0.000)	0.401*** (0.000)	0.418*** (0.000)	0.417*** (0.000)	0.468*** (0.000)
<i>Roa</i>	0.192 (0.732)	-0.100 (0.858)	1.741 (0.105)	1.325 (0.195)	-1.634** (0.021)	-1.715** (0.014)	-0.806 (0.479)	-1.054 (0.348)
<i>Age</i>	0.102 (0.443)	0.214 (0.106)	-0.065 (0.713)	0.125 (0.476)	0.126 (0.476)	0.152 (0.383)	0.057 (0.811)	0.135 (0.554)

<i>Lev</i>	-0.050 (0.860)	0.046 (0.872)	-0.408 (0.331)	-0.212 (0.619)	-0.344 (0.285)	-0.336 (0.305)	-0.484 (0.256)	-0.459 (0.291)
<i>MB</i>	0.019 (0.262)	0.019 (0.262)	0.002 (0.945)	0.003 (0.912)	-0.010 (0.460)	-0.009 (0.480)	-0.028 (0.156)	-0.028 (0.163)
<i>Growth</i>	-0.193*** (0.007)	-0.213*** (0.002)	-0.183* (0.084)	-0.226** (0.026)	-0.109 (0.146)	-0.112 (0.125)	-0.145* (0.078)	-0.163** (0.032)
<i>PPE</i>	-1.164*** (0.001)	-1.060*** (0.003)	-2.222*** (0.000)	-2.147*** (0.000)	-0.953** (0.011)	-0.981*** (0.009)	-0.888* (0.051)	-0.937** (0.039)
<i>HHI</i>	3.741*** (0.000)	3.758*** (0.000)	4.923*** (0.004)	5.065*** (0.003)	0.861* (0.072)	0.922* (0.059)	1.432*** (0.004)	1.634*** (0.001)
<i>OPEN</i>	0.016 (0.509)	0.017 (0.490)	0.024 (0.449)	0.025 (0.437)	0.146*** (0.000)	0.146*** (0.000)	0.144*** (0.000)	0.144*** (0.000)
<i>Intercept1</i>	12.524*** (0.000)	15.654*** (0.000)	19.892*** (0.000)	24.432*** (0.000)	7.867*** (0.000)	8.506*** (0.000)	12.000*** (0.000)	13.737*** (0.000)
<i>Intercept2</i>	14.270*** (0.000)	17.416*** (0.000)			9.488*** (0.000)	10.128*** (0.000)		
<i>Intercept3</i>	14.932*** (0.000)	18.089*** (0.000)			10.328*** (0.000)	10.969*** (0.000)		
<i>Intercept4</i>	17.047*** (0.000)	20.229*** (0.000)			12.104*** (0.000)	12.747*** (0.000)		
<i>Industry</i>	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes
<i>Year</i>	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes
Pseudo R^2	0.052	0.057	0.151	0.171	0.047	0.048	0.109	0.114
<i>N</i>	4501	4501	4501	4501	4712	4712	4712	4712

注：括号内为 P 值；标准误差经过公司与时间层面的双重聚类调整；***、**、* 分别表示显著性水平为 1%、5%、10%。

（二）金融发展、外部融资依赖与国际化进程

前文表明金融发展能够缓解企业进行国际化的融资约束，从而提高企业的国际化进程。如果金融发展的作用路径为缓解融资约束，我们预期金融发展提升企业国际化进程的效应在外部融资依赖高的行业中更为显著。

借鉴Hsu et al. (2014)、喻坤等 (2014) 的研究，本文构建外部融资依赖指标，以衡量企业的外部资金需求状况，计算公式如下：

$$EFD = \frac{\text{资本支出} - \text{调整后的现金流}}{\text{资本支出}}$$

其中，调整后的现金流=经营活动产生的现金净流量+存货的减少+应收账款的减少+应付账款的增加，资本支出为企业购建固定资产、无形资产和其他长期资产所支付的现金。随后，我们以EFD行业年度中位数衡量行业的外部融资依赖程度，如果行业的年度EFD中位数高于该年度所有行业的EFD中位数，则为高外部融资依赖行业，否则为低外部融资依赖行业。

为检验我们的预期，我们分别按照高外部融资依赖行业样本与低外部融资依赖行业样本，并采用回归模型（1）与（2）进行回归。金融发展、外部融资依赖与国际化进程的回归结果列示于表11。在高外部融资依赖行业与低外部融资依赖行业中，我们发现无论因变量为INTNPCS1或是INTNPCS2，FMINDEX的回归系数均在1%的水平上显著为正，表明不同外部融资依赖行业中，金融发展均能促进企业国际化进程的提升；同时，我们注意到FMINDEX在高外部融资依赖行业样本中的回归系数高于其在低外部融资依赖行业样本回归系数，不过，回归系数差异检验显示两者差异并不显著，这与我们的预期并不一致。进一步按照股权性质进行分组回归后，我们发现在高外部融资依赖行业样本中，当因变量为INTNPCS1或是INTNPCS2时，FMINDEX×SOE

的回归系数均在1%的水平上显著为负，而在低外部融资依赖行业样本中，其系数均不显著。上述结果表明金融发展有助于外部融资依赖程度较高行业的非国有企业提升国际化进程，这与我们的预期基本一致。

表11 金融发展、外部融资依赖与国际化进程

	高外部融资依赖行业				低外部融资依赖行业			
	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)	(7)	(8)
	<i>INTNPCS1</i>	<i>INTNPCS1</i>	<i>INTNPCS2</i>	<i>INTNPCS2</i>	<i>INTNPCS1</i>	<i>INTNPCS1</i>	<i>INTNPCS2</i>	<i>INTNPCS2</i>
<i>FMINDEX</i>	1.068*** (0.001)	1.834*** (0.000)	1.607*** (0.001)	2.795*** (0.000)	0.712** (0.012)	0.943*** (0.002)	1.231*** (0.009)	1.526*** (0.003)
<i>SOE</i>		2.861*** (0.001)		4.244*** (0.002)		0.692 (0.354)		0.861 (0.460)
<i>FMINDEX</i> × <i>SOE</i>		-1.224*** (0.000)		-1.871*** (0.000)		-0.417 (0.166)		-0.604 (0.185)
<i>Size</i>	0.420*** (0.000)	0.448*** (0.000)	0.475*** (0.000)	0.538*** (0.000)	0.471*** (0.000)	0.510*** (0.000)	0.528*** (0.000)	0.605*** (0.000)
<i>Roa</i>	0.254 (0.710)	0.087 (0.898)	1.981* (0.098)	1.615 (0.173)	-1.454** (0.017)	-1.649*** (0.007)	-0.441 (0.649)	-0.770 (0.420)
<i>Age</i>	0.120 (0.348)	0.197 (0.113)	-0.000 (1.000)	0.136 (0.399)	0.044 (0.765)	0.110 (0.451)	-0.076 (0.707)	0.051 (0.793)
<i>Lev</i>	-0.304 (0.201)	-0.245 (0.325)	-0.477 (0.160)	-0.357 (0.301)	-0.047 (0.848)	-0.016 (0.950)	-0.434 (0.225)	-0.351 (0.344)
<i>MB</i>	0.005 (0.692)	0.007 (0.604)	-0.018 (0.445)	-0.016 (0.496)	0.002 (0.907)	0.001 (0.913)	0.000 (0.994)	-0.000 (1.000)
<i>Growth</i>	-0.150 (0.107)	-0.160* (0.087)	-0.205* (0.058)	-0.234** (0.025)	-0.157** (0.030)	-0.169** (0.017)	-0.152* (0.079)	-0.181** (0.029)
<i>PPE</i>	-0.543 (0.142)	-0.618 (0.102)	-0.561 (0.284)	-0.683 (0.202)	-1.507*** (0.000)	-1.483*** (0.000)	-2.055*** (0.000)	-2.008*** (0.000)
<i>HHI</i>	2.563*** (0.001)	2.539*** (0.001)	3.215*** (0.000)	3.206*** (0.000)	0.930* (0.065)	1.104** (0.032)	1.365*** (0.007)	1.692*** (0.001)
<i>OPEN</i>	0.081*** (0.000)	0.082*** (0.000)	0.088*** (0.002)	0.089*** (0.002)	0.089*** (0.001)	0.089*** (0.001)	0.081*** (0.009)	0.084*** (0.007)
<i>Intercept1</i>	10.485*** (0.000)	13.178*** (0.000)	14.902*** (0.000)	19.525*** (0.000)	10.019*** (0.000)	11.527*** (0.000)	14.419*** (0.000)	17.000*** (0.000)
<i>Intercept2</i>	12.163*** (0.000)	14.864*** (0.000)			11.652*** (0.000)	13.166*** (0.000)		
<i>Intercept3</i>	12.816*** (0.000)	15.521*** (0.000)			12.458*** (0.000)	13.978*** (0.000)		
<i>Intercept4</i>	14.702*** (0.000)	17.415*** (0.000)			14.418*** (0.000)	15.951*** (0.000)		
<i>Industry</i>	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes
<i>Year</i>	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes
Pseudo <i>R</i> ²	0.042	0.045	0.114	0.124	0.051	0.053	0.117	0.130
<i>N</i>	3938	3938	3938	3938	4769	4769	4769	4769

注：括号内为 P 值；标准误差经过公司与时间层面的双重聚类调整；***、**、* 分别表示显著性水平为 1%、5%、10%。

(三) 金融发展与技术探索型 OFDI

除自然资源寻求、市场寻求、效率寻求等这三种传统的 OFDI 动机外，我国企业进行 OFDI 的目标还包括寻求技术创新等具有价值增值作用的战略性资产，进而构建或提升企业的专有优势 (Buckley et al., 2007; Luo and Tung, 2007; 王凤彬、杨阳, 2013)。技术创新的不确定性

较大，因而具备探索性特征，我们将寻求技术创新的 OFDI 称之为技术探索型 OFDI。由于具有长期性与风险性等特征，金融发展对于技术创新的实现尤为重要，并且已有大量研究也表明金融发展能够促进企业的技术创新（Levine, 1997, 2005; Amore et al., 2013; Chava et al., 2013; Hsu et al., 2014）。因此，我们预期金融发展能够促进企业开展技术探索型的 OFDI。

为考察金融发展与技术探索型 OFDI 的关系，我们构建如下 logistic 回归模型：

$$TechEx = \beta_0 + \beta_1 FMINDEX + Controls + \varepsilon \quad (6)$$

其中，*TechEx* 为因变量，当 OFDI 目的包括研发与技术开发时，*TechEx* 取值为 1，否则为 0。其他变量定义与前述模型相同。我们分别使用全样本、国有企业样本与非国有企业样本，并利用模型（6）进行回归。本部分回归分析使用的样本为 OFDI 项目样本。

金融发展、股权性质与技术探索型 OFDI 的回归结果列示于表 12。全样本中，*FMINDEX* 的回归系数为正，且并不显著；国有企业子样本中，*FMINDEX* 的回归系数为正，但仍不显著；而在非国有企业子样本中，*FMINDEX* 的回归系数在 5% 的水平上显著为正。上述结果表明金融发展能够促进非国有企业进行技术探索型 OFDI，这与我们的预期相一致。

表 12 金融发展、股权性质与技术探索型 OFDI

	全样本		国有企业		非国有企业	
	<i>TechEx</i>		<i>TechEx</i>		<i>TechEx</i>	
	回归系数	P值	回归系数	P值	回归系数	P值
<i>FMINDEX</i>	5.4538	0.136	2.9099	0.392	13.9393**	0.026
<i>Fsales</i>	-0.4178	0.425	-0.0025	0.998	-0.6567	0.235
<i>Size</i>	0.0488	0.631	0.2963**	0.033	-0.0972	0.394
<i>Roa</i>	0.1431	0.935	0.9780	0.741	-0.2224	0.905
<i>Age</i>	-0.2575	0.191	0.1417	0.528	-0.7836***	0.003
<i>Lev</i>	-0.7986	0.242	-1.4847	0.124	-0.4023	0.628
<i>MB</i>	0.0557	0.218	0.0934	0.243	0.0631	0.166
<i>Growth</i>	0.4663***	0.008	0.6718***	0.007	0.3299	0.360
<i>PPE</i>	2.0972*	0.062	3.5098***	0.001	-0.9077	0.545
<i>HHI</i>	-0.0507	0.640	-0.3388**	0.038	0.0410	0.796
<i>OPEN</i>	-0.0409	0.350	-0.0642	0.207	-0.0900	0.290
<i>Intercept</i>	-8.8028**	0.050	-26.4251***	0.000	-11.9046	0.127
<i>Industry</i>	Yes		Yes		Yes	
<i>Year</i>	Yes		Yes		Yes	
Pseudo <i>R</i> ²	0.148		0.175		0.152	
<i>N</i>	4536		2544		1702	

注：标准误差经过公司与时间层面的双重聚类调整；***、**、* 分别表示显著性水平为 1%、5%、10%。

七、结 论

近年来，国际化已成为中国企业较为普遍的重要战略选择。依据国际化进程的相关研究文献，并结合我国各地区金融发展水平存在着较大差异的背景，我们考察了金融发展与我国企业国际化进程的关系。本文的结果表明，金融发展能够促进我国企业国际化进程的提升，并且这一效应在非国有企业中更为显著；我们还发现金融发展能够促进非国有企业提高 OFDI 的投资额；本文还进一步检验了金融发展影响企业国际化进程的作用路径，结果发现金融发展提升我国企业国际化进程的效应在高新技术行业与较为依赖外部融资行业中的非国有企业中更为显著，并且金融发展还有利于促进非国有企业开展技术探索型 OFDI。采用 2008 年金融危机冲击外生事件，以及工具变量等方法克服内生性问题，与采用“走出去”战略实施初期样本以排除政

府支持因素等一系列稳健性检验表明本文的结论比较可靠。本文的研究丰富了有关国际化进程的研究，也为金融发展与经济增长的研究提供了新的经验证据。

本文的研究还具有如下启示：在目前越来越多中国企业将国际化作为其重要战略选择的背景下，通过完善金融市场与创新金融服务，可以缓解开展国际化企业面临的融资约束，从而提高企业的国际化进程。近年来我国政府关于促进“走出去”战略实现的主要政策之一为鼓励金融机构为我国企业“走出去”提供金融服务，尤其是跨境金融服务。^①不过，我们的结果显示即使在政府并未制定较为有效地鼓励企业“走出去”的政策时，国际化进程越高的企业仍较多来源于金融发展水平较高的地区。因此，基于本文关于金融发展促进企业国际化进程的因果关系，政府在制定“走出去”的相关支持政策时，不应仅仅强调国际化进程催生金融需求的观点，即鼓励金融机构为我国企业“走出去”提供服务，更需要深化金融发展，根本上促进企业国际化进程，提升我国各地区的金融发展水平，培养越来越多具有国际化竞争力的中国企业进入国际市场。

^① 例如，2014年12月24日，国务院总理李克强主持召开国务院常务会议，部署加大金融支持企业“走出去”力度。一是简化审批手续，如简化境外上市、并购、设立银行分支机构等核准手续，取消境内企业、商业银行在境外发行人民币债券的地域限制；二是拓宽商业银行渠道，如鼓励商业银行加大对重大装备设计、制造等全产业链的金融支持，发挥政策性银行等金融机构的作用，为“走出去”企业提供长期外汇资金支持等（资料来源：中国政府网，www.gov.cn）。

参与文献

- 包群、阳佳余, 2008: 《金融发展影响了中国工业制成品出口的比较优势吗》, 《世界经济》, 第 3 期。
- 樊纲、王小鲁、朱恒鹏, 2011: 《中国市场化指数: 各地区市场化相对进程 2011 年报告》, 《经济科学出版社》。
- 黄玖立、冼国明, 2010: 《金融发展, FDI 与中国地区的制造业出口》, 《管理世界》, 第 7 期。
- 李科、徐龙炳, 2011: 《融资约束, 债务能力与公司业绩》, 《经济研究》, 第 5 期。
- 林毅夫, 2011: 《新结构经济学——重构发展经济学的框架》, 《经济学(季刊)》, 第 1 期。
- 刘行、叶康涛, 2014: 《金融发展, 产权与企业税负》, 《管理世界》, 第 3 期。
- 齐俊妍、王永进、施炳展、盛丹, 2011: 《金融发展与出口技术复杂度》, 《世界经济》, 第 7 期。
- 沈红波、廖冠民、曹军, 2011: 《金融发展, 产权性质与上市公司担保融资》, 《中国工业经济》, 第 6 期。
- 孙铮、刘凤委、李增泉, 2005: 《市场化程度, 政府干预与企业债务期限结构——来自我国上市公司的经验证据》, 《经济研究》, 第 5 期。
- 谭伟强、彭维刚、孙黎, 2008: 《规模竞争还是范围竞争?——来自中国企业国际化战略的证据》, 《管理世界》, 第 2 期。
- 王凤彬、杨阳, 2013: 《跨国企业对外直接投资行为的分化与整合——基于上市公司市场价值的实证研究》, 《管理世界》, 第 3 期。
- 解维敏、方红星, 2011: 《金融发展, 融资约束与企业研发投入》, 《金融研究》, 第 5 期。
- 喻坤、李治国、张晓蓉、徐剑刚, 2014: 《企业投资效率之谜: 融资约束假说与货币政策冲击》, 《经济研究》, 第 5 期。
- Amore, M., Schneider, C. and Zaldokas, A., 2013, "Credit Supply and Corporate Innovation", *Journal of Financial Economics*, 109(3): 835-855.
- Barkema, H., Bell, J., and Pennings, J., 1996, "Foreign Entry, Cultural Barriers and Learning", *Strategic Management Journal*, 17(2): 151-166.
- Beck, T., Levine, R., and Loayza, N., 2000, "Finance and the Sources of Growth", *Journal of Financial Economics*, 58(1): 261-300.
- Beck, T., 2002, "Financial Development and International Trade: Is there a Link?", *Journal of International Economics*, 57(1): 107-131.
- Brandt, L., and Li, H., 2003, "Bank Discrimination in Transition Economies: Ideology, Information, Or Incentives?", *Journal of Comparative Economics*, 31(3): 387-594.
- Buckley, P., and Casson, M. C., 2009, "The Internalisation Theory of the Multinational Enterprise: A Review of the Progress of a Research Agenda after 30 Years", *Journal of International Business Studies*, 40(9): 1563-1580.
- Buckley, P., Clegg, L., Cross, A., Liu, X., Voss, H. and Zheng, P., 2007, "The Determinants of Chinese Outward Foreign Direct Investment", *Journal of International Business Studies*, 38(4): 499-518.
- Butler, K., and Joaquin, D., 1998, "A Note on Political Risk and the Required Return on Foreign Direct Investment", *Journal of International Business Studies*, 29(3): 599-607.
- Callen, J., Hope, O. K. and Segal, D., 2005, "Domestic and Foreign Earnings, Stock Return Variability, and the Impact of Investor Sophistication", *Journal of Accounting Research*, 43(3): 377-412.
- Chava, S., Oettl, A., Subramanian, A. and Subramanian, K., 2013, "Banking Deregulation and Innovation", *Journal of Financial Economics*, 109(3): 759-774.
- Child, J., and Rodrigues, S., 2005, "The Internationalization of Chinese Firms: A Case for Theoretical Extension?", *Management and Organization Review*, 1(3): 381-410.
- Chor, D., and Manova, K., 2012, "Off the Cliff and Back? Credit Conditions and International Trade during the Global Financial Crisis", *Journal of International Economics*, 87(1): 117-133.
- Christophe, S., 2002, "The Value of US MNC Earnings Changes from Foreign and Domestic Operations", *Journal of Business*, 75(1): 67-93.

- Cui, L., and Jiang, F., 2012, "State Ownership Effect on Firms' FDI Ownership Decisions under Institutional Pressure: A Study of Chinese Outward-investing Firms", *Journal of International Business Studies*, 43(3): 264-284.
- Do, Q. and Levchenko, A., 2007, "Comparative Advantage, Demand for External Finance, and Financial Eevelopment", *Journal of Financial Economics*, 86(3): 796-834.
- Ellstrand, A. E., Tihanyi, L. and Johnson, J., 2002, "Board Structure and International Political Risk", *Academy of Management Journal*, 45(4): 769-777.
- Evans, J. and Mavondo, F., 2002, "Psychic Distance and Organisational Performance: An Empirical Examination of International Retailing Operations", *Journal of International Business Studies*, 33(3): 515-532.
- Fan, J., Wong, T. J. and Zhang, T., 2013, "Institutions and Organizational Structure: The Case of State-Owned Corporate Pyramids", *Journal of Law, Economics and Organization*, 29(6): 1217-1252.
- Fauver, L., Houston, J. and Naranjo, A., 2004, "Cross-Country Evidence on the Value of Corporate Industrial and International Diversification", *Journal of Corporate Finance*, 10(5): 729-752.
- Fisman, R. and Love, I., 2004, "Financial Development and Intersectoral Allocation: A New Approach", *Journal of Finance*, 59(6): 2785-2807.
- Greenwood, J. and Jovanovic, B., 1990, "Financial Development, Growth, and the Distribution of Income", *Journal of Political Economy*, 98(5 Part 1): 1076-1107.
- Hope, O. and Thomas, W., 2008, "Managerial Empire Building and Firm Disclosure", *Journal of Accounting Research*, 46(3): 591-626.
- Hsu, P., Tian, X. and Xu, Y., 2014, "Financial Development and Innovation: Cross-Country Evidence", *Journal of Financial Economics*, 112(1): 116-135.
- Johanson, J. and Vahlne, J., 1977, "The Internationalization Process of the Firm—a Model of Knowledge Development and Increasing Foreign Market Commitments", *Journal of International Business Studies*, 8(1): 23-32.
- Johansson, J. and Vahlne, J., 1990, "The Mechanism of Internationalisation", *International Marketing Review*, 7(4): 11-23.
- Johanson, J. and Vahlne, J., 2009, "The Uppsala Internationalization Process Model Revisited: From Liability of Foreignness to Liability of Outsidership", *Journal of International Business Studies*, 40(9): 1411-1431.
- King, R. G. and Levine, R., 1993, "Finance, Entrepreneurship and Growth", *Journal of Monetary Economics*, 32(3): 513-542.
- Kogut, B., 1985, "Designing Global Strategies: Comparative and Competitive Value Added Chains", *Sloan Management Review*, 26(4): 27-38.
- Kogut, B. and Chang, S. J., 1996, "Platform Investments and Volatility Exchange Rates: Direct Investment in the US by Japanese Electronic Companies", *Review of Economics and Statistics*, 78(2): 221-231.
- La Porta, R., Lopez-de-Silanes, F., Shleifer, A., and Vishny, R., 1998, "Law and Finance", *Journal of Political Economy*, 106(6): 1113-1155.
- Levine, R., 1997, "Financial Development and Economic Growth: Views and Agenda", *Journal of Economic Literature*, 35: 688-726.
- Levine, R., 2005, "Finance and Growth: Theory and Evidence", *Handbook of Economic Growth*, 1: 865-934.
- Lin, H., 2011, "Foreign Bank Entry and Firms' Access to Bank Credit: Evidence from China", *Journal of Banking & Finance*, 35(4): 1000-1010.
- Liu, X., Lu, J. and Chizema, A., 2014, "Top Executive Compensation, Regional Institutions and Chinese OFDI", *Journal of World Business*, 49(1): 143-155.
- Loury, G. C., 1998, "Discrimination in the Post-Civil Rights Era: Beyond Market Interactions", *Journal of Economic Perspectives*, 12(2): 117-126.
- Love, I., 2003, "Financial Development and Financing Constraints: International Evidence From the Structural Investment Model", *Review of Financial Studies*, 16(3): 765-791.
- Lu, J., Liu, X., Wright, M. and Filatotchev, I., 2014, "International Experience and FDI Location Choices of

Chinese Firms: The Moderating Effects of Home Country Government Support and Host Country Institutions”, *Journal of International Business Studies*, 45(4): 428-449.

Luo, Y. and Tung, R. L., 2007, “International Expansion of Emerging Market Enterprises: A Springboard Perspective”, *Journal of International Business Studies*, 38(4): 481-498.

Luo, Y., Xue, Q. and Han, B., 2010, “How Emerging Market Governments Promote Outward FDI: Experience from China”, *Journal of World Business*, 45(1): 68-79.

Morck, R., Yeung, B. Y. and Zhao, M., 2008, “Perspectives on China's Outward Foreign Direct Investment”, *Journal of International Business Studies*, 39(3): 337-350.

Nohria, N. and Ghoshal, S., 1994, “Differentiated Fit and Shared Values: Alternatives for Managing Headquarters–subsidiary Relations”, *Strategic Management Journal*, 15(6): 491-502.

Rajan, R. G. and Zingales, L., 1998, “Financial Dependence and Growth”, *American Economic Review*, 88(3): 559-586.

Reeb, D. M., Kwok, C. C. and Baek, H. Y., 1998, “Systematic Risk of the Multinational Corporation”, *Journal of International Business Studies*, 29(2): 263-279.

Robinson J., 1952, “The Generalization of the General Theory”. *The Rate of Interest and Other Essays*. London: Macmillan, 67-142.

Schumpeter J., 1911, *A Theory of Economic Development*, Harvard University Press.

Sun, S., Peng, M., Lee, R., Tan, W., 2015. “Institutional Open Access at Home and Outward Internationalization”, *Journal of World Business*, 50, 234-246

Thomas, W., 2000, “A Test of the Market's Mispricing of Domestic and Foreign Earnings”, *Journal of Accounting and Economics*, 28(3): 243-267.

Financial development, ownership and international process:

Evidence from China

Lishuai Lian Chao Chen

Abstract: With the development of economic globalization, internationalization is the vital strategy choice adopted by a large number of Chinese firms. We investigate the impact of financial development on internationalization. Our results show that financial development can accelerate the international process of Chinese firms, especially for non-state-owned enterprises (NSOEs). We also investigate the channels through which financial development can accelerate the internationalization, and find financial development can accelerate the internationalization of NSOEs in high technology industries and industries that more dependent on external financing, and promote the technology seeking OFDI of NSOEs. By introducing the internationalization theory to the research of financial development, our study provides evidence on the micro channels through which financial development promote economic growth.

Keywords: Financial development; Ownership; International process

JEL Classification: F23, G20, M16