

DOI: 10.16538/j.cnki.fem.20200110.001

外资风险投资、海外上市与企业国际化

彭涛¹, 黄福广², 李娅³, 吴馨睿¹

(1. 中山大学国际金融学院, 广东珠海 519082; 2. 南开大学商学院, 天津 300071;
3. 天津工业大学经济与管理学院, 天津 300387)

摘要:以2000—2015年全球上市的中国企业为样本,考察外资风险投资对企业国际化的影响是否与企业上市进程及上市地点相关。研究发现,相对于内资风险投资,外资风险投资显著提升企业在海外上市的可能性,上述现象在国内创业板开通前更加明显;企业国际化是外资风险投资影响企业海外上市的主要渠道,外资风险投资通过加快企业国际化进程,进而实现海外上市的退出目标;但是,外资风险投资对企业国际化的积极影响不具有持续性,企业邻近上市时正向影响达到最大,企业上市后产生负向影响,且这种先升后降的关系尤其表现在海外上市企业。相对于企业国际化,外资风险投资更加看重企业能否海外上市。外资风险投资所推动的企业国际化是以海外上市为导向的机会主义国际化,而非战略意义的企业国际化。

关键词: 外资风险投资; 海外上市; 企业国际化

中图分类号: F270 **文献标识码:** A **文章编号:** 1001-4950(2020)04-0123-16

一、引言

2018年6月10日,国务院印发《关于积极有效利用外资推动经济高质量发展若干措施的通知》,提出投资自由化、投资便利化、投资促进和投资保护四方面吸引外资的优惠举措。长久以来,红杉资本、软银、IDG等外资风险投资是中国风险投资行业发展的主导力量。百度、阿里巴巴、腾讯获得上述外资风险投资的资金支持后,企业国际化进程显著加快,并且成功在中国香港和美国等地区海外上市(Zhang等,2016)。那么,作为跨境金融机构,外资风险投资能否更好助推企业开展国际化经营,进而对经济高质量发展形成推动作用?

外资风险投资对企业国际化的积极影响得到文献的广泛证实。多数观点认为,外资风险投资为企业提供跨国经营知识和关系网络(Fernhaber和McDougall-Covin,2009),帮助企业募集

收稿日期:2018-07-02

基金项目:国家自然科学基金青年项目(71702203,71702128,71703176);国家自然科学基金面上项目(71973052);
中山大学科研业务基本费青年培育项目(17wkpy32)

作者简介:彭涛(1987—),男,中山大学国际金融学院特聘副研究员;
黄福广(1963—),男,南开大学商学院教授,博士研究生导师;
李娅(1981—),女,天津工业大学经济与管理学院讲师(通讯作者,liya@tiangong.edu.cn);
吴馨睿(1999—),女,中山大学国际金融学院本科生。

更多国际资本(Cumming等,2016),增强国际商业组织对企业质量的认可(Mäkelä和Maula,2005),因此外资风险投资带动企业的国际化战略。但是,外资风险投资是否以及如何推动企业国际化与外资风险投资的退出进程相关,鲜有文献考察外资风险投资的退出计划与企业国际化战略之间的关联。

相对于国内上市,海外上市提高股票发行价格,具有财富创造效应(You等,2012)。企业的内部股东凭借信息优势,可以通过海外上市获得财富增值,实现私人收益的最大化(Busaba等,2015)。外资风险投资熟悉国际资本市场运行规则,掌握企业真实经营信息,通过控制权能够影响企业海外上市决策,在退出过程中获得高额收益。为尽快实现海外上市退出的经济目标,外资风险投资有较大动力帮助企业开拓国际市场,使企业在邻近上市时具有更高的国际化水平。企业海外上市后,外资风险投资高价减持退出。因此,外资风险投资支持企业的国际化是以海外上市退出为导向的机会主义国际化。企业进入国际市场的主要目标可能是满足外资风险投资的海外上市退出需求,而不是战略上提高企业的国际市场竞争优势。

基于此,本文以外资风险投资的海外上市退出策略为切入点,考察外资风险投资对企业国际化影响是否与企业上市进程以及上市地点相关。作为新兴市场国家的典型代表,中国经济的快速发展为本研究提供了良好的情境。首先,随着综合国力的提升,中国企业在国际市场的竞争力逐渐增强,采取国际化经营战略的企业数量显著增多(Zhang等,2016)。其次,对外开放水平的提高使外资进入中国的门槛降低。外资风险投资在中国的投资金额、募集基金数目以及退出案例等显著增长(尹国俊和曾可昕,2013;谈毅和唐霖露,2016)。最后,众多企业为获得制度保护、筹集资金以及提高国际市场声誉,选择在中国香港、美国以及英国等地区的股票市场海外上市(Wang和Wang,2011)。

以2000—2015年在中国大陆、中国香港、美国以及英国等全球上市的风险投资支持企业为样本,发现外资风险投资对企业国际化的影响是海外上市的驱动结果;为快速获利退出,外资风险投资积极推动企业海外上市,上述现象在国内创业板推出前更加明显;企业国际化加快海外上市进程,部分中介外资风险投资对海外上市的影响;拓展检验表明,企业上市前后,外资风险投资支持的企业具有更好的国际化水平,并且国际化水平逐渐达到最高值,随后所支持企业国际化水平明显下降,上述倒U形关系主要表现在海外上市企业。从长远看,外资风险投资对企业国际化的影响可能被高估。外资风险投资所推动的企业国际化是以海外上市为导向的机会主义国际化,而非战略意义的企业国际化。

研究贡献体现在三个方面。第一,揭示了外资风险投资对企业国际化的动态影响。过往文献基于增值服务的视角,认为外资风险投资对企业国际化具有较强推动作用(Fernhaber和McDougall-Covin,2009;董静等,2017)。本文发现外资风险投资对企业国际化的影响与企业海外上市进程密切相关,说明外资风险投资对企业国际化的影响是动态变化的。第二,探究了中国企业海外上市的主要影响因素。本文发现海外上市与国内上市具有替代关系,且海外上市对企业国际化无明显促进作用。结果说明,相对于“国际化假说”和“公司治理假说”,“财务与融资假说”和“私有收益假说”更能解释中国企业的海外上市热潮。第三,论证了风险投资在企业选择上市地点和上市时机中的作用。外资风险投资通过加快企业国际化实现快速海外上市退出,说明不同资金背景风险投资对企业上市地点和时机的影响具有异质性。

二、文献综述

(一)企业国际化

根据Oviatt和Mc-Dougall(2005),企业国际化是企业为追求竞争优势而在其所在国之外的

市场创造性地发现和开发市场机会的过程。对于企业国际化的影响因素,现有文献从国际直接投资理论、资源基础理论以及公司治理理论出发,提供不同视角的解释。早期文献以国际直接投资理论为基础,认为外部环境要素影响企业的国际化决策。东道国的区位要素比较好,如市场规模较大、政治制度稳定、法律执行严格、基础设施水平高,显著提升企业的国际化水平(Moore等,2010)。当然,环境要素也可能具有负面性,东道国限制性政策、低水平基础设施和知识产权保护不足,都可能加大企业国际化的成本与风险,对企业国际化产生不利影响。除东道国的环境外,母国的环境也影响企业国际化意愿。研究证实,母国的法律环境、政府对外开放政策以及金融市场发展水平对企业国际化产生显著影响(Estrin等,2016)。

20世纪90年代以来,资源基础观在国际商务领域得到广泛应用(Barney,1991)。根据资源基础理论,国际资源具有优势的企业,国际化能力强,国际化程度可能更高。基于资源基础理论的观点得到经验文献证实,研究发现高管的海外经历、海外研发合作、海外社会网络等都与企业国际化显著正相关(Stucki,2016)。

进入21世纪,公司治理理论逐渐得到普及,相关文献从股权结构、股东性质以及股权集中度等角度探究企业国际化的动因。如果企业内部股东、CEO或者高层管理团队具有较低的风险偏好,企业的国际化水平较低(George等,2005)。控股股东性质也是企业国际化的重要影响变量。相对于非家族企业,家族企业的国际化程度更低(van Essen等,2015)。相对于非国有企业,国有企业的国际化水平更差(宋渊洋等,2011)。股权集中度和CEO持股通过影响企业的战略导向和市场导向行为,进而对企业国际化产生影响(Liu等,2011)。

风险投资在企业发展早期投资入股,不仅提供资金,还参与战略制订,对企业国际化具有较大影响。由于不同风险投资的特征与策略具有较大差异,研究结论并不一致。支持的观点认为,风险投资为企业提供跨国经营知识和声誉资源(Fernhaber和McDougall-Covin,2009),提高企业的风险承担水平(George等,2005),从而促进企业国际化。风险投资的增值服务提高企业国际化水平,且促进作用与投资阶段相关(Lockett等,2008)。基于国内数据发现,风险投资对企业国际化有显著提升作用,且外资背景、行业专长高,采取联合投资策略的风险投资作用更加明显(董静等,2017)。反对的观点认为,国际化显著增加代理风险和管理成本,风险投资排斥企业的国际化战略(Carpenter等,2003)。折中的观点认为,风险投资对企业国际化的态度与国际化类型有关,风险投资支持企业的战略性国际化,规避企业的机会主义国际化(LiPuma和Park,2014)。

(二) 外资风险投资

外资风险投资指外国投资者在企业所在地设立的以风险投资为主要经营活动的管理机构。在募集、投资、管理以及退出四个关键运行环节上,外资风险投资都具有显著的国际化特点。募集方面,外资风险投资主要面向跨国机构投资者筹集基金,基金的投资者国际市场投资经验丰富,而且风险偏好程度较高(Cumming等,2016);投资方面,尽管外资风险投资在经验和规模上具有优势,但在东道国缺少相应的人脉和信息资源,通常采取更加谨慎的投资策略。为避免失败,外资风险投资制订严格标准对企业进行事前筛选,并且与本地风险投资进行联合投资控制风险(Dai等,2012;Nahata等,2014)。管理方面,制度距离和文化距离使外资风险投资在企业所在地缺少相应的人脉和信息,导致外资风险投资面临更高的管理风险和代理风险。由于投资经验丰富,外资风险投资具有较强讨价还价能力,善于利用跨国投资经验和国际市场资源为企业提供增值服务,促进企业开展国际化战略(Fernhaber和McDougall-Covin,2009)。退出方面,企业所在地严格的金融管制使外资风险投资退出面临较大制度约束,存在“外来者劣势”(Humphery-Jenner和Suchard,2013)。如果企业所在地的法律保护完善、股票市场开放或者经济自由度高,

外资风险投资成功退出的可能性更高(Nahata等,2014)。退出地点选择上,外资风险投资熟悉国际市场,倾向于推动新兴市场企业在美国、英国等股票市场比较开放的地点海外上市退出(Zhang和Yu,2017)。总体而言,外资风险投资凭借丰富的投资经验和精准的风险管理手段,能够取得较好的退出收益。管理方面,制度距离和文化距离使外资风险投资在企业所在地缺少相应的人脉和信息,导致外资风险投资面临更高的管理风险和代理风险。由于投资经验丰富,外资风险投资具有较强讨价还价能力,善于利用跨国投资经验和国际市场资源为企业提供增值服务,促进企业开展国际化战略(Fernhaber和McDougall-Covin,2009);退出方面,企业所在地严格的金融管制使外资风险投资退出面临较大制度约束,存在“外来者劣势”(Humphery-Jenner和Suchard,2013)。如果企业所在地的法律保护完善、股票市场开放或者经济自由度高,外资风险投资成功退出的可能性更高(Nahata等,2014)。退出地点选择上,外资风险投资熟悉国际市场,倾向于推动新兴市场企业在美国、英国等股票市场比较开放的地点海外上市退出(Zhang和Yu,2017)。总体而言,外资风险投资凭借丰富的投资经验和精准的风险管理手段,能够取得较好的退出收益。

(三)海外上市

海外上市指国内企业直接或者间接到海外发行证券或者将其证券在海外上市交易。内容上,海外上市实质有两层内涵:一是企业公开上市,即通过出售股份筹集发展资金;二是企业跨越国界或者地区界限的上市行为。国内外学者对海外上市的动机提供了多方面解释,大致概括为四个方面:“财务与融资假说”“国际化假说”“公司治理假说”以及“私有收益假说”(Karolyi,2006)。

“财务与融资假说”围绕市场分割理论展开,认为信息不对称使企业在不同的资本市场融资成本不同。企业可以利用海外市场便捷的审批程序和严格的股东保护机制筹集更多的资金,降低融资成本。“国际化假说”认为企业通过海外上市能够提高在国际市场的知名度,增强企业的信用和品牌,更好拓展国际市场。“公司治理假说”的主要观点是,海外市场严格的法律环境和完善的信息披露制度优化企业的外部治理环境,对企业高管产生绑定效应,进而提高企业价值。“私有收益假说”认为境外投资者对海外上市企业拥有更少的真实信息,发行人股东能够利用信息优势在海外上市中获得私有收益,从而实现股东财富最大化。

上述四个假说都得到经验文献的部分支持。Berkman和Nguyen(2010)以及You等(2012)发现海外上市减少市场分割,增加股票的流动性和成交量,支持“财务与融资假说”。Xu(2011)利用案例研究方法,发现海外上市提高企业国际化程度,并且认为海外上市是企业国际化战略的一部分,支持“国际化假说”。王化成等(2008)以及Herrmann等(2015)发现在美国、中国香港等地区海外上市有利于企业信息的透明和公开,提高企业决策的科学性,支持“公司治理假说”。Busaba等(2015)认为企业去海外上市是为获得更高的市场美誉,从而后续海外退市回归国内股票市场时以更高的价格以及更优惠的条款筹集更多资金,而且大股东将资金留存企业而不是用于投资,进而实现大股东私有收益的最大化,符合“私有收益假说”。李凤和董艳(2016)以内地赴港上市企业为样本,发现控制性大股东的私有收益影响海外上市决策,同样支持“私有收益假说”。

(四)文献评述

综上,过往研究基于增值服务视角,发现外资风险投资对企业国际化具有积极影响。但是,鲜有文献从外资风险投资成功退出视角分析外资风险投资与企业国际化之间的关系。区别于现有研究,本文立足于外资风险投资的退出计划,精准评估外资风险投资在企业国际化进程中的角色和作用。

所有的风险投资策略都服务于成功退出,据此本文采取三个检验步骤。首先,本文论证外资风险投资对企业海外上市的影响,揭示外资风险投资在新兴市场的退出计划;其次,本文考察企业国际化在外资风险投资与海外上市之间的作用,探究外资风险投资推动企业国际化的动机;最后,本文检验外资风险投资对企业国际化的影响是否具有可持续性,进而辨析外资风险投资推动的国际化是战略意义的企业国际化,还是机会主义的企业国际化。

三、理论分析和研究假设

(一) 外资风险投资与企业海外上市

企业海外上市具有财富创造效应,有利于外资风险投资获取高额退出收益。所支持企业在海外上市不仅使外资风险投资获得高额回报,而且能够在风险投资行业积累声誉(Hursti和Maula,2007;Hain等,2016)。外资风险投资的基金投资者较大构成是国际市场的大学基金、捐赠基金以及家族基金,因而企业海外上市有利于外资风险投资在下次基金募集时获得更多国际投资者的认购。另外,美国、英国等股票市场国际资本流动充分,信息透明度高,海外上市也能够使企业股票溢价(Ghadhab和Hellara,2016),实现外资风险投资高价减持退出的目标。由于外资风险投资熟悉海外资本市场的规则,具有较强动机推动企业海外上市。

企业与海外资本市场投资者之间存在的较大信息不对称性,是制约企业成功海外上市的主要不利因素。外资风险投资可以发挥减轻信息不对称的认证作用,提高企业在海外资本市场的合法性。海外上市过程中,来自新兴市场国家的企业普遍会遭遇制度歧视(Nahata等,2014)。如果企业不能有效地嵌入当地的信息网络和人际网络,将难以获得市场准入的许可,甚至难以得到东道国政府和证券监管部门的平等对待。中国国内的法律、文化以及商业准则和其他西方国家差异明显,企业的品牌、服务和产品难以在短时间内得到认可(Bell等,2008)。外资风险投资利用在行业中的声誉和地位传递企业的质量信号,降低国外投资者的信息不对称程度,使企业得到国际商业组织、海外投资者和海外证券监管机构的认可(Mäkelä和Maula,2005)。因此,外资风险投资的认证作用帮助企业获得国际市场的声誉和合法性,提高企业在海外上市的成功概率。

海外资本市场的股票发程序、上市管理办法与企业所在国具有较大差异,这种差异加大海外上市的风险与成本。外资风险投资能够利用社会网络和投资经验,增进企业对海外资本市场的了解。外资风险投资具有丰富的海外投资经验与上市退出经验,与国际四大会计师事务所和外资投资银行具有广泛的业务联系(Cumming等,2016;Zhang和Yu,2017)。为帮助企业顺利海外上市,外资风险投资向企业推荐国际四大和外资投行。国际四大会计师事务所和外资投行为企业提供的会计、审计以及承销方面的高质量服务更容易得到国际投资者的认可,帮助企业赢得市场信誉,顺利实现海外上市的目标(Sarkissian和Schill,2004)。

除发挥认证和社会网络作用外,外资风险投资还能够利用投资契约条款以及公司治理机制等控制权手段,直接对企业上市决策施加影响。行业声誉高、经验丰富、从业时间长的风险投资讨价议价能力强,对企业重大决策影响大(Zhang和Yu,2017)。红杉、IDG资本以及软银等外资风险投资不仅能够设置对赌协议条款对企业上市进程施加压力,还采取参与股东大会、董事会以及监事会等方式行使表决投票权,敦促企业积极筹备海外上市。基于上述分析,提出假设H1。

H1: 外资风险投资与企业海外上市显著正相关。

(二) 国内创业板开通的调节作用

国内上市与海外上市是企业上市地点的两种竞争性选择。当国内新股发行节奏缓慢时,海外上市就成为企业融资的主要选择。基于全球多个国家的证据表明,国内股票市场低迷时,海

外上市的需求相应增加,海外上市与国内上市存在替代关系(Korczak和Korczak,2013)。尤其是对于国内股票市场受到严格管制的新兴市场国家,海外上市由于程序的便捷性和市场制度的完善性对企业 and 外资股东具有较强吸引力。

2009年创业板开通前,国内上市(主板和中小板)的审批条件十分严格,对企业规模、连续盈利和公司治理结构等方面有硬性规定,使不少外资风险投资支持的高新技术企业无法满足国内上市标准。相比国内上市,海外上市在资产规模和盈利性方面的条件更加宽松。因而,创业板开通前,海外上市是外资风险投资退出的首要选择。另外,国内股票市场对外国投资者参与市场具有较多限制,不仅只有少数特定的机构投资者(合格境外机构投资者)能够在国内股票市场直接投资,而且外资控股企业也不能在国内上市融资(Humphery-Jenner和Suchard,2013)。繁琐的身份审查也使外资风险投资更倾向于所支持企业在海外上市。

2009年,创业板历经十年准备正式开通,成为中国多层次股票市场的重要组成部分。创业板被誉为中国版纳斯达克,上市门槛相对于中小板和主板更低,主要目标是为高科技中小企业提供融资平台。创业板的设立能够减少原来主板市场难以避免的政府过度干预现象,淡化浓厚的行政色彩,以灵活的制度安排建立起符合国际惯例的上市公司运作体系,从而降低外资风险投资的参与门槛。不少高科技中小企业,包括外资风险投资支持的企业,纷纷登陆创业板上市,开启了国内资本市场的新篇章(谈毅和唐霖露,2016)。创业板的开通拓宽外资风险投资的退出渠道,使所支持企业海外上市的可能性降低。基于上述分析,提出假设H2。

H2:国内创业板开通调节外资风险投资对海外上市的正向影响,外资风险投资与企业海外上市之间的正向关系在创业板开通以前更加明显。

(三)企业国际化的中介作用

外资风险投资在推动企业海外上市的过程中,企业国际化进程的加快发挥中介作用。海外市场拓展能够使企业获得国外供应商和消费者的认可,宣传企业的品牌和实力,减少企业与海外市场投资者之间的信息不对称,提高企业海外上市成功率。另外,企业的海外销售收入越多,说明企业更加依赖和熟悉国际市场。实施国际化的过程,也是企业主动参与国际市场分工和竞争,获得国际先进企业的管理经验,向海外市场投资者证明企业市场竞争能力的过程(Ding等,2010)。因此,外资风险投资利用国际知识和商业资源提升企业的国际化程度(Filatotchev和Piesse,2009),进而提高企业海外上市可能性。

首先,外资风险投资拥有更多的国际市场知识,能够帮助企业制订合理的国际市场竞争策略(Fernhaber和McDougall-Covin,2009)。知识是企业重要的战略性资源。在信息不对称和环境不确定的国际市场,企业准确了解国际市场知识才能制订方向正确的国际化战略(Westhead等,2001)。在中国进行投资的外资风险投资大部分来自美国、英国、日本等发达国家,熟练掌握国际法律规范、商务准则和市场行情。外资风险投资通过积极参与企业的董事会,在产品设计、营销手段以及法律知识等方面提供有价值的建议,对企业进行国际经营辅导,提高企业的国际化水平。相比较而言,内资风险投资更加看重国内市场,更倾向于所支持企业在国内市场进行扩张。

其次,外资风险投资帮助企业获取国际市场的商业资源,增加企业海外市场合作伙伴。外资风险投资提供资金支持,满足企业开展国际化经营的资金需求(Cumming等,2016)。除资金外,企业国际化还需要具有国际视野的人才(Stucki,2016)。外资风险投资利用社会网络帮助企业招聘国际背景人员,或者直接委派基金的合伙人担任企业高管,提供国际化战略需要的人力资本。外资风险投资利用在国际市场的社会网络,帮助企业获取供应商和客户,从而使企业获得更多国际订单(Mäkelä和Maula,2006)。外资风险投资还促进被投资企业之间的商业合作,

帮助企业在国际市场获得商业联盟。通过提供资金、人才、供应商及客户等关键资源,外资风险投资加快企业国际化进程(Filatotchev和Piesse,2009)。因此,提出假设H3。

H3:企业国际化中介外资风险投资对企业海外上市的正向影响,外资风险投资通过提高企业国际化,进而促进企业海外上市。

四、研究设计

(一)样本和数据

样本是2000—2015年在中国大陆、中国香港、美国、英国等地区的股票市场成功上市,并且上市前有风险投资支持的中国企业。样本筛选采取两个步骤。首先,从投中集团的CVsource数据库筛选样本期间风险投资通过交易所公开上市退出的投资案例。风险投资的名称、背景、持股比例、成立时间、企业名称和上市交易所等从中获取。其次,依据企业的名称、上市时间和上市地点与Wind上市公司数据进行匹配。

为消除异常值的影响,对所有连续变量按照1%和99%的分位数进行截尾处理。剔除多重上市企业和数据缺失企业,共得到1146个IPO企业。其中,海外上市企业为412个,占36.0%。外资风险投资支持企业为420个,占36.6%。创业板开通前上市企业有254个,占22.2%,创业板开通后上市企业有892个,占77.8%。企业在创业板上市的有307个,占26.8%。

(二)变量定义

1. 外资风险投资

参考Humphery-Jenner和Suchard(2013),外资风险投资(*FVC*)等于领投资风险投资是否为外资的虚拟变量,是取值为1,否取值为0。CVsource数据库依照资本来源和管理总部所在地,将风险投资分为外资、中资和中外合资,本文将外资和中外合资都视为外资。如果存在多个风险投资,领投指所有轮次中投资金额最大的风险投资(Nahata等,2014)。

2. 国内创业板开通

参考Cheng和Schwienbacher(2016),国内创业板开通(*ChiNext*)等于创业板是否成功开设的虚拟变量,开通前(2000—2008年)取值为1,开通后(2009—2015年)取值为0。2009年国内创业板推出,外资风险投资退出渠道拓宽,激励外资风险投资对高新技术企业的投资,降低外资风险投资对企业海外上市的需求。

3. 企业国际化

参考Filatotchev和Piesse(2009)、Symeonidou等(2017)以及Ramón-Llorens等(2017)企业国际化(*Sales*)等于企业的海外销售收入占总营业收入的比值。海外销售收入占比是基于业绩的国际化深度指标(陈立敏和王小瑕,2017)。企业的海外销售收入占比越高,说明企业国际化水平或者程度越高。尽管也有文献以出口(Stucki,2016)、海外分公司数量(George等,2005)等其他指标对国际化进行测度,但海外销售收入占比是最直接、使用最广泛,且数据易获取的度量指标。

4. 海外上市

参考Zhang和Yu(2017),海外上市(*Listing*)等于企业是否在海外上市的虚拟变量,是则取值为1,否则为0。中国香港、中国台湾与英国、美国等地区的股票市场在上市标准以及管理办法上更加类似,本文将中国香港、中国台湾的交易所归为海外资本市场。

5. 控制变量

参考Fernhaber和McDougall-Covin(2009)和董静等(2017),控制风险投资的管理能力、股权比例以及机构数目等因素对企业国际化的影响,引入风险投资声誉(*Repu*)、持股比例

(Share)和联合投资(Syndi)等变量。参考George等(2005)和宋渊洋等(2011),控制企业的国际化意愿和内部资源等因素对企业国际化的影响,引入企业规模(Size)、企业年龄(Age)、企业性质(State)等变量。依照企业上市时间,设置2000年至2015年的虚拟变量,控制年度固定效应(Year)。依照证监会行业分类,将企业分为制造业、信息传输和技术服务等行业,控制行业固定效应(Industry)。

(三)回归模型

根据本文的理论框架,依次采取三个步骤对主要假设进行验证。第一,提出模型(1),检验外资风险投资(FVC)影响企业海外上市(Listing)的假设H1;第二,提出模型(2),检验国内创业板开通(ChiNext)发挥调节作用的假设H2;第三,提出模型(3)和模型(4),检验企业国际化(Sales)发挥中介作用的假设H3。模型(3)检验外资风险投资(FVC)对企业国际化(Sales)的影响。模型(4)控制企业国际化(Sales)后,再次检验外资风险投资(FVC)对海外上市(Listing)的影响。控制变量(Control Variables)包括可能产生影响的风险投资特征变量和企业特征变量。回归方程如下所示:

$$Listing = a_0 + a_1FVC + a_2Control\ Variables + Year + Industry + \mu \quad (1)$$

$$Listing = \beta_0 + \beta_1FVC + \beta_2ChiNext + \beta_3ChiNext \times FVC + \beta_4Control\ Variables + Year + Industry + \mu \quad (2)$$

$$Sales = \theta_0 + \theta_1FVC + \theta_2Control\ Variables + Year + Industry + \mu \quad (3)$$

$$Listing = \gamma_0 + \gamma_1Sales + \gamma_2FVC + \gamma_3Control\ Variables + Year + Industry + \mu \quad (4)$$

对于因变量为海外上市(Listing)的回归方程(1)、(2)和(4),利用logit方法进行估计。对于因变量为企业国际化(Sales)的回归方程(3),利用普通最小二乘法(OLS)进行估计。为减少异方差,对企业规模(Size)、年龄变量(Age)、投资期限(Duration)、投资经验(Experience)等取自然对数。为得到准确的t估计量,采取风险投资层面的聚类—稳健标准误。计算相关系数数值以及方差膨胀因子,发现不存在明显的多重共线性问题。

(四)描述性统计

图1描述2000—2015年风险投资支持的中国企业全球上市情况。全球上市企业数量、大陆上市企业数量以及海外上市企业数量总体上呈现上涨趋势,但表现出较大的波动性,而且都在

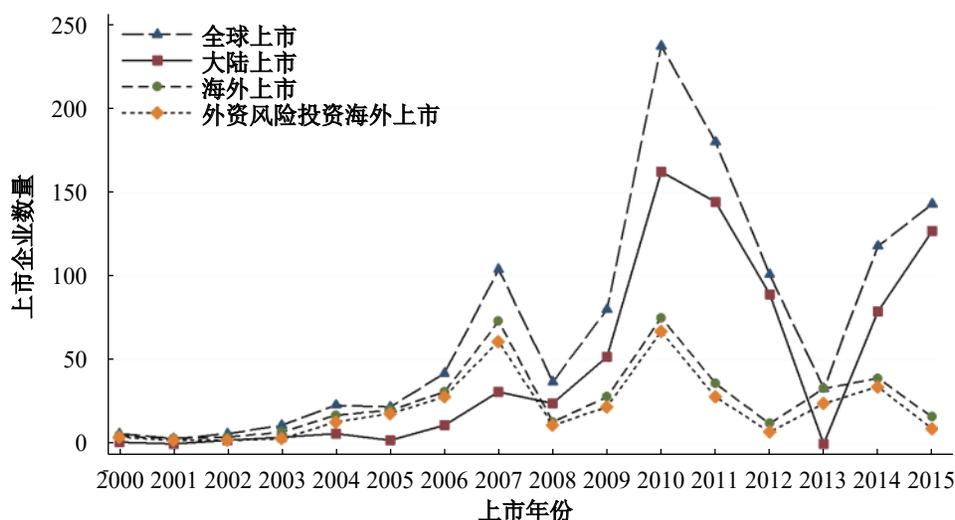


图1 风险投资支持的企业上市地点选择

2010年达到最大值。从2009年开始,大陆上市企业数量超过海外上市企业,可能原因是2009年创业板推出,促进风险投资国内上市退出。海外上市企业绝大部分由外资风险投资支持。

表1是样本企业上市地点和行业分布。从地区看,在中国大陆上市的企业有734个,但是外资风险投资支持的企业在大陆上市的只有87个,所占比例为11.9%。海外上市的企业有412个,分布在中国香港、美国等地区。其中,在中国香港上市企业有212个,由外资风险投资领投的有175个,所占比例是82.5%。在美国上市的企业有151个,外资风险投资领投的有127个,所占比例为84.1%。从行业分布看,制造业和信息技术服务类企业数量更多。

表1 企业上市地点以及行业分布

地区	地点分布			行业	行业分布		
	上市企业	外资风险投资	比例		上市企业	外资风险投资	比例
中国大陆	734	87	11.9%	制造业	537	148	27.6%
中国香港	212	175	82.5%	信息传输和技术服务	260	165	63.5%
中国台湾	2	2	100.0%	批发和零售业	56	16	28.6%
美国	151	127	84.1%	交通运输、仓储和邮政	105	26	24.8%
新加坡	34	20	58.8%	建筑业	34	10	29.4%
德国	4	3	75.0%	农、林、牧、渔业	26	9	34.6%
英国	3	2	66.7%	文化体育和娱乐业	58	17	29.3%
韩国	2	2	100.0%	电力、热力、燃气和水	17	7	41.2%
日本	1	1	100.0%	住宿和餐饮业	25	11	44.0%
澳大利亚等	3	1	33.3%	金融业和房地产业等	28	11	39.3%
总计	1 146	420	36.6%	总计	1 146	420	36.6%

表2是变量定义和描述性统计。外资风险投资领投的企业占36.6%,国内创业板开通前上市的企业所占比重是22.2%。海外上市企业占36%。企业国际化的均值是0.170,最小值为0,最大值为0.772,体现企业国际化程度差异较大的特点。控制变量方面,风险投资平均成立年限接近9,风险投资持股比例均值等于7.2%,风险投资个数均值接近6,风险投资期限接近36个月,风险投资累积投资企业数目均值接近26。

表2 变量定义和描述性统计

名称	符号	计算	均值	标准差	最小值	最大值	观测
外资风险投资领投	<i>FVC</i>	外资风险投资是否领投的虚拟变量,是取1	0.366	0.481	0	1	5 118
国内创业板开通	<i>ChiNext</i>	创业板是否开通的虚拟变量,开通前取1	0.222	0.416	0	1	1 146
企业国际化	<i>Sales</i>	海外销售收入占营业收入的比例	0.170	0.136	0	0.772	5 118
海外上市	<i>Listing</i>	企业是否海外上市的虚拟变量,是取1	0.360	0.403	0	1	1 146
风险投资声誉	<i>Repu</i>	领投资风险投资的成立时间(年)	9.413	7.728	1	47	5 118
风险投资持股	<i>Share</i>	领投资风险投资的持股比例	0.072	0.173	0.002	0.568	5 118
联合投资	<i>Syndi</i>	风险投资的总个数	6.213	4.079	1	12	5 118
投资期限	<i>Duration</i>	领投资风险投资首次投资到企业上市间隔(月)	36.132	16.242	2	135	5 118
投资经验	<i>Exp</i>	领投资风险投资累积投资企业数量	26.510	55.146	4	982	5 118

表2 (续)

名称	符号	计算	均值	标准差	最小值	最大值	观测
企业规模	<i>Size</i>	企业总资产(亿元)	7.329	6.027	0.320	45.000	5 118
企业年龄	<i>Age</i>	企业的成立时间	6.421	4.378	1	24	5 118
企业性质	<i>State</i>	企业是否为国有的虚拟变量,是取1	0.252	0.434	0	1	5 118
高管背景	<i>Team</i>	创业者是否有海外工作或者教育背景,是取1	0.420	0.493	0	1	5 118
盈利性	<i>ROA</i>	净利润占总资产的比例	0.057	0.328	-0.716	0.742	5 118
研发投入	<i>R&D</i>	无形资产和开发支出的增量占营业收入比例	0.114	0.062	0.001	0.635	5 118
负债率	<i>Leverage</i>	负债占总资产的比例	0.354	0.242	0.045	0.886	5 118

五、实证结果

(一)假设H1的检验结果

表3报告外资风险投资影响企业上市地点的估计结果。第(1)列是回归模型(1)的实证结果,检验外资风险投资影响企业上市地点的假设H1。外资风险投资(*FVC*)的回归系数为0.329,在0.01的水平上显著为正。结果说明,相对于内资风险投资支持的企业,外资风险投资支持的企业在海外上市的可能性更高。因此,假设H1得到验证。

本文关于风险投资背景与企业上市地点的估计结果与Humphery-Jenner和Suchard(2013)以及Cheng和Schwienbacher(2016)的研究发现相同,上述两篇文献认为国内市场新股发行存在的制度性约束是外资风险投资倾向于企业海外上市的主要原因。区别于上述两篇文献,Zhang和Yu(2017)认为所支持企业海外上市体现外资风险投资丰富的国际投资经验与国际化能力。本文认为,外资风险投资推动企业海外上市可能是外在的制度约束与内在的跨国投资经验的共同结果。

(二)假设H2的检验结果

表3第(2)列和第(3)列是回归模型(2)的估计结果,检验国内创业板开通发挥调节作用的假设H2。第(2)列在回归方程中引入国内创业板开通(*ChiNext*)的变量。结果显示,创业板开通(*ChiNext*)的回归系数为0.176,在0.01的水平上显著为正,说明创业板开通前,企业海外上市可能性更高。外资风险投资(*FVC*)的回归系数是0.311,仍然与企业海外上市正相关。

第(3)列在回归方程中引入创业板开通与外资风险投资的交互项(*ChiNext*×*FVC*),检验创业板开通的调节作用。结果显示,交互项(*ChiNext*×*FVC*)的回归系数为0.169,在0.01的水平上显著为正。结果说明,创业板开通前,外资风险投资支持的企业海外上市可能性更高。估计结果表明,外资风险投资支持企业海外上市的重要目标是获得股票上市退出的流动性,结果进一步支持Humphery-Jenner和Suchard(2013)以及Cheng和Schwienbacher(2016)关于制度约束的解释。同时,本文估计结果也符合关于企业海外上市动机的“财务与融资假说”与“私有收益假说”的推测。因此,假设H2得到验证。

第(3)列回归模型控制创业板开通(*ChiNext*)以及创业板开通与外资风险投资的交互项(*ChiNext*×*FVC*)后,外资风险投资(*FVC*)的系数仍然显著为正。结果说明,外资风险投资对企业海外上市的正向影响在整个样本期间持续存在,且创业板开通以前更加明显,进一步支持假设H1。

表3 外资风险投资对企业海外上市的影响

	因变量： 海外上市(<i>Listing</i>)		因变量： 国际化(<i>Sales</i>)		因变量： 海外上市(<i>Listing</i>)	
	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)
<i>FVC</i>	0.329*** (10.10)	0.311*** (9.43)	0.221*** (6.34)	0.961*** (4.16)		0.103* (1.84)
<i>ChiNext</i>		0.176*** (3.85)	0.083** (2.22)			
<i>ChiNext</i> × <i>FVC</i>			0.169*** (5.11)			
<i>Sales</i>					0.279*** (15.07)	0.235*** (14.37)
<i>Repu</i>	0.047*** (2.84)	0.052*** (4.91)	0.023** (1.96)	0.059*** (7.14)	0.035*** (4.28)	0.033** (2.55)
<i>Share</i>	-0.502 (-0.91)	-0.208 (-1.14)	-0.426 (-1.51)	-0.247 (-0.93)	-0.730 (-1.09)	-0.444 (-0.92)
<i>Syndi</i>	0.009*** (2.72)	0.010*** (2.89)	0.006** (2.06)	0.004 (0.27)	0.012*** (3.81)	0.008*** (3.49)
<i>LnDuration</i>	0.021*** (5.23)	0.016*** (3.22)	0.029*** (4.17)	-0.021** (-2.30)	0.018*** (4.19)	0.026*** (7.00)
<i>LnExp</i>	0.023** (2.07)	0.033** (2.11)	0.022** (2.24)	-0.072 (-0.61)	0.025*** (3.00)	0.040*** (4.13)
<i>LnSize</i>	0.006** (2.03)	0.008** (2.49)	0.005** (2.22)	-0.017* (-1.93)	0.008** (1.99)	0.002* (1.67)
<i>LnAge</i>	-0.001 (-0.23)	-0.018 (-0.96)	-0.017 (-0.83)	0.187*** (3.54)	-0.027 (-0.59)	-0.045 (-1.02)
<i>State</i>	-0.078** (-2.40)	-0.048* (-1.89)	-0.049* (-1.75)	-0.077 (-0.42)	-0.047*** (-2.59)	-0.060** (-2.32)
<i>Team</i>	0.192*** (3.40)	0.127** (2.31)	0.166*** (3.92)	-0.051 (-0.78)	0.185** (2.01)	0.204*** (3.11)
<i>ROA</i>	-0.067 (-1.23)	-0.068 (-1.30)	0.018 (1.10)	0.021** (2.31)	-0.070 (-1.05)	-0.072 (-0.57)
<i>R&D</i>	0.146 (0.78)	-0.371 (-0.84)	-0.266 (-1.01)	-0.366 (-1.35)	0.169 (1.27)	0.232 (1.42)
<i>Leverage</i>	-0.030 (-0.71)	-0.025 (-0.78)	-0.052 (-0.59)	0.009 (0.53)	-0.030 (-0.66)	-0.032 (-0.21)
<i>Year</i>	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes
<i>Industry</i>	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes
<i>LR Chi</i> (2)/ <i>F</i>	279.82***	292.59***	300.46***	235.45***	260.55***	312.75***
<i>R</i> ²	0.409	0.417	0.428	0.535	0.394	0.462
<i>N</i>	1 146	1 146	1 146	1 146	1 146	1 146

注：*、**、***分别表示在10%、5%及1%的水平上显著。括号内是t(z)统计量值。未报告常数项，下表同。

(三)假设H3的检验结果

表3第(4)至(6)列是假设H3的结果,检验企业国际化在外资风险投资与企业海外上市之间的中介作用。第(4)列报告回归模型(3),检验外资风险投资对企业国际化的影响。结果显示,外资风险投资(*FVC*)的回归系数是0.961,在0.01的水平上显著为正,说明外资风险投资支持的企业在上市时具有更高的国际化水平。关于外资风险投资支持企业国际化的发现与Fernhaber和McDougall-Covin(2009)以及董静等(2017)的结论相似。

第(5)列和(6)列是回归模型(4)的结果。第(5)列报告企业国际化对企业海外上市的影响,

企业国际化(*Sales*)的回归系数是0.279,在0.01的水平上显著为正,说明企业国际化与企业海外上市显著正相关。第(6)列同时检验企业国际化和外资风险投资对企业海外上市的影响。结果显示,企业国际化(*Sales*)与外资风险投资(*FVC*)的回归系数都显著为正。相对于第(1)列至(3)列,第(6)列在控制企业国际化(*Sales*)后,外资风险投资(*FVC*)的回归系数值明显减小,显著性降低。综上,企业国际化部分中介外资风险投资对企业海外上市的影响,假设H3得到验证。

六、拓展分析

(一)上市进程、外资风险投资与企业国际化

企业上市前,提高企业国际化水平不仅促进企业成功上市,而且还能够助推股票发行价格,提高外资风险投资退出收益。因此,外资风险投资有动力通过全方位增值服务,帮助企业拓展国际市场(Lockett等,2008),提高企业上市前的国际化水平。企业上市后,外资风险投资逐步出售股份,回收资金并实现套利退出,企业国际化的意愿显著降低。企业上市筹集的资金和资源可能不会用于国际市场拓展(You等,2012),上市后国际化水平出现下降。因此,外资风险投资对企业国际化的影响呈先升后降的倒U形,正向影响在企业上市前达到最大。

表4报告外资风险投资对企业国际化的动态影响。第(1)列至(5)列是分年度回归,分别考察企业上市前第2年($t-2$)至上市后第2年($t+2$),外资风险投资对企业国际化影响的时间动态效应。结果说明,外资风险投资在企业上市前对企业国际化的影响为正。在企业上市前一年,回归系数达到最大值0.092,表明外资风险投资对企业国际化的正向影响达到最大。第(4)列至(5)列说明企业上市后外资风险投资与企业国际化负相关。综上,外资风险投资对企业国际化的影响随时间呈前升后降的倒U形,且越邻近上市,正向影响越大。

表4 外资风险投资对企业国际化的影响

	因变量:企业国际化(<i>Sales</i>)				
	t-2	t-1	t	t+1	t+2
	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)
<i>FVC</i>	0.038*** (4.29)	0.092*** (5.22)	0.041*** (4.16)	-0.019** (-2.07)	-0.050** (-2.25)
<i>Repu</i>	0.003*** (3.57)	0.002* (1.67)	0.007*** (7.14)	0.011*** (4.05)	0.008*** (3.69)
<i>Share</i>	-0.012 (-1.07)	-0.039 (-1.08)	-0.042 (-0.86)	-0.053 (-0.43)	0.035 (0.90)
<i>Syndi</i>	0.001 (0.12)	0.002 (0.51)	0.003 (0.22)	-0.007 (-0.75)	-0.006* (-1.86)
<i>LnDuration</i>	0.008** (2.47)	0.013** (2.52)	0.009** (2.19)	0.002* (1.76)	0.032 (1.07)
<i>LnExp</i>	0.007*** (12.68)	0.005*** (12.56)	0.006*** (16.33)	0.003* (1.69)	-0.017 (-0.46)
<i>LnSize</i>	-0.003 (-0.06)	-0.003 (-0.09)	-0.006* (-1.82)	-0.002 (-0.34)	-0.002 (-0.90)
<i>LnAge</i>	-0.012*** (-7.21)	-0.016*** (-5.09)	0.005* (1.65)	0.007 (0.89)	0.008 (0.32)
<i>State</i>	-0.002 (-0.65)	0.003 (0.62)	-0.008 (-0.95)	-0.080** (-2.29)	-0.081** (-2.50)
<i>Team</i>	0.015* (1.73)	0.021** (2.44)	0.023*** (3.01)	0.045*** (2.89)	0.039*** (5.21)
<i>ROA</i>	-0.252*** (-3.41)	-0.264*** (-3.02)	-0.129** (-2.50)	-0.197 (-0.66)	-0.170 (-0.61)
<i>R&D</i>	-0.071 (-0.32)	-0.080 (-0.91)	-0.046 (-0.14)	0.057 (0.72)	-0.059** (-2.02)
<i>Leverage</i>	0.129 (0.84)	0.059 (1.17)	0.268 (1.27)	-0.201 (-1.45)	0.045 (0.32)
<i>Year</i>	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes
<i>Industry</i>	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes
<i>F</i>	92.22***	160.21***	201.91***	214.56***	192.89***
<i>R²</i>	0.189	0.315	0.521	0.494	0.425
<i>N</i>	858	934	1 146	1 127	1 053

(二)上市地点、外资风险投资与企业国际化

经济一体化和金融全球化背景下,越来越多的中国企业选择在美国、英国等地区海外上市。相对于国内上市,海外上市进程中企业国际化对企业质量认证和品牌提升的作用更强

(Bris等, 2012)。国际化经营有利于企业在海外上市时获得较好的市场反响,促进企业募集更多国际资本,提升企业股票发行价格,最终使外资风险投资等内部股东受益。因此,海外上市企业上市前外资风险投资与企业国际化之间的正向关系更加明显。

表5检验外资风险投资对海外上市企业国际化的影响。结果表明,相对于国内上市企业,外资风险投资对海外上市企业上市前的国际化产生更大的推动作用。比较表4和表5的回归系数,发现海外上市后外资风险投资支持的企业国际化水平下降更加明显。可能的解释是,企业海外上市的主要动机是满足外资风险投资的套现退出需求,以及管理层的财富增值需求,而不是进行国际化战略。因此,中国企业海外上市更加符合“财务与融资假说”和“私人收益假说”,而不是“公司治理假说”和“国际化假说”。

表5 外资风险投资对海外上市企业国际化的影响

	因变量:企业国际化(Sales)				
	t-2	t-1	t	t+1	t+2
	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)
<i>FVC</i>	0.046*** (4.03)	0.095*** (8.77)	0.045*** (5.11)	-0.032*** (-2.82)	-0.057*** (-5.66)
<i>Repu</i>	0.007*** (6.21)	0.006*** (5.11)	0.006*** (3.05)	0.004*** (3.48)	-0.001 (-0.28)
<i>Share</i>	-0.028 (-0.57)	0.023 (0.87)	0.007 (0.23)	-0.011 (-1.05)	-0.019 (-1.04)
<i>Syndi</i>	0.002* (1.67)	0.003** (2.03)	-0.002 (-0.06)	0.003 (0.43)	0.008 (0.72)
<i>LnDuration</i>	0.003 (1.12)	-0.002 (-1.21)	0.004 (0.08)	0.006* (1.85)	0.006* (1.86)
<i>LnExp</i>	0.003** (2.06)	0.003** (2.09)	0.006* (1.82)	0.002 (0.34)	0.002 (0.90)
<i>LnSize</i>	-0.010 (-0.94)	-0.001 (-0.22)	0.016 (0.70)	-0.017 (-0.92)	-0.015* (-1.68)
<i>LnAge</i>	-0.003*** (-5.78)	0.004 (0.55)	0.022** (2.40)	-0.001 (-0.27)	-0.009 (-0.64)
<i>State</i>	-0.026* (-1.86)	-0.014 (-1.19)	-0.016 (-0.62)	0.003 (0.73)	-0.021 (-1.60)
<i>Team</i>	0.020*** (6.49)	0.019** (2.50)	0.015*** (6.30)	0.014*** (5.01)	0.012** (2.41)
<i>ROA</i>	-0.525** (-2.00)	-0.529*** (-4.14)	-0.484*** (-4.16)	-0.351*** (-6.22)	-0.250*** (-2.71)
<i>R&D</i>	0.203 (0.74)	-0.061 (-0.50)	-0.205 (-0.19)	0.051 (-1.40)	-0.301 (-0.92)
<i>Leverage</i>	0.234 (0.82)	0.146 (1.40)	0.235 (1.06)	0.129 (1.00)	0.010 (1.28)
<i>Year</i>	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes
<i>Industry</i>	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes
<i>F</i>	80.12***	104.29***	171.04***	50.31***	47.28***
<i>R²</i>	0.118	0.222	0.457	0.301	0.126
<i>N</i>	289	357	412	406	395

图2报告外资风险投资影响企业国际化的边际效应如何随时间变化。其中,t-2、t-1、t至t+2分别表示上市前第二年、上市前一年、上市当年至上市后第二年。全样本曲线代表表4的回归结果,显示外资风险投资与企业国际化之间的关系呈倒U形图形。海外上市样本曲线代表表5的回归结果,显示外资风险投资与海外上市企业国际化之间的关系也呈倒U形。而且,海外上市样本中,外资风险投资与企业国际化之间的坡度更大,尤其是上市后下降速度更快。因此,外资风险投资与企业国际化之间的倒U形关系在海外上市企业更明显。

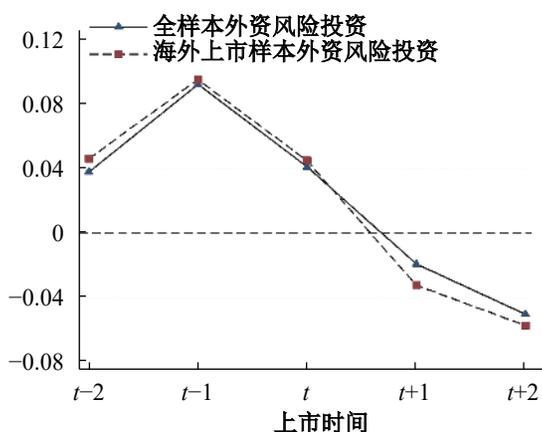


图2 外资风险投资影响企业国际化的边际效应

七、研究结论与启示

当前中国经济已由高速增长阶段转向高质量发展阶段,合理利用外资面临新形势和新挑战。党中央和国务院对如何形成全面开放的新格局进行决策部署,提出实行高水平投资自由化、便利化政策,对标国际先进水平,营造更加公平透明便利、更有吸引力的投资环境。不少国内企业通过引入外资风险投资的融资方式,获得较多的国际资本和跨国资源。在投资环境优化、优惠政策增多以及准入门槛降低的政策背景下,本文分析和考察外资风险投资在企业国际化中的角色和作用,进而评估外资风险投资能否在经济高质量发展中形成贡献。

基于外资风险投资的海外上市退出策略,以2000—2015年全球上市的中国企业为样本,考察外资风险投资对企业国际化的影响。结果显示:(1)相对于内资风险投资,外资风险投资支持的企业海外上市可能性更高,尤其是2009年国内创业板开通以前;(2)企业国际化在外资风险投资与企业海外上市之间具有中介效应,外资风险投资通过提高企业国际化水平,促进企业成功海外上市;(3)外资风险投资对企业国际化的影响随时间呈先升后降的倒U形,在企业邻近上市时正向影响达到最大,上市后产生负向影响,尤其是海外上市企业。以上结果表明,从长远看,外资风险投资难以对企业国际化产生实质推动作用。外资风险投资推动的企业国际化是以海外上市为导向的机会主义企业国际化,而不是战略意义的企业国际化。

根据传统的增值服务观点,外资风险投资对企业国际化有显著积极作用。通过建立企业国际化与外资风险投资退出计划之间的联系,本文发现外资风险投资在推动企业国际化和海外上市的过程中存在实现私有收益的动机。凭借较强的跨国投资经验和能力,外资风险投资策略性推动企业国际化,进而快速实现海外上市的退出目标。企业海外上市后,外资风险投资支持的企业国际化绩效下降明显,可能对企业长期发展产生不利影响。因此,相对于“国际化假说”和“公司治理假说”,“财务与融资假说”以及“私有收益假说”更能解释外资风险投资支持的中国企业海外上市热潮。

研究结论也具有重要的实践启示。优化外资利用效率需要国内市场进行配套的制度建设。外资风险投资凭借资源优势和经验优势可以更好地促进中国企业海外上市融资,说明政府应该继续创造开放的外商投资环境,加快构建开放型经济新体制,打造更开放、更公平、更透明的营商环境。通过放宽外资金融机构设立限制,扩大外资金融机构在华业务范围,拓宽中外金融市场合作领域,鼓励外资风险投资对先进制造、高新技术、节能环保、现代服务业等领域的投资,有利于发挥外资风险投资等金融机构在资金、经验和资源的积极作用。同时,国内严格的股票上市审核制度使较多外资风险投资支持的优秀企业选择到海外上市。为更好地满足国内企业的上市融资需求和外资机构的退出需求,有必要加快股票发行的注册制改革,进一步优化科创板的制度建设。对于新技术和新经济类型的企业,需要降低上市的盈利标准,建立绿色上市渠道,优化融资环境,从而更好地发挥外资机构对实体经济高质量增长的推动作用。外资风险投资通常会对企业施加较多控制和约束条件,具有较强的海外上市退出需求。企业在寻求外资风险投资的资金支持时,需要制订清晰的发展规划,合理利用外资风险投资的国际资源优势,规避外资风险投资的负面作用。

主要参考文献

- [1]陈立敏,王小瑕. 国际化与绩效提升:基于Meta整合与Meta回归两种方法的研究[J]. 世界经济,2017,(2): 101-126.
- [2]董静,汪立,吴友. 风险投资介入与创业企业国际化——基于我国高科技上市公司的实证研究[J]. 财经研究,2017,(4): 120-132.

- [3]李凤,董艳.大股东私有收益对海外上市决策的影响——基于内地赴港上市企业的实证研究[J].*经济学(季刊)*,2016,(1):415-440.
- [4]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[J].*管理评论*,2011,(2):53-59,92.
- [5]谈毅,唐霖露.跨境风险资本在华投资绩效影响因素的研究[J].*科研管理*,2016,(10):1-8.
- [6]王化成,李志杰,孙健.境外上市背景下治理机制对公司价值的影响——基于融资决策传导效应的研究[J].*会计研究*,2008,(7):65-72.
- [7]尹国俊,曾可昕.外国创业风险投资企业在华投资的区位选择[J].*科研管理*,2013,(3):75-83.
- [8]Barney J. Firm resources and sustained competitive advantage[J]. *Journal of Management*,1991,17(1):99-120.
- [9]Bell R G, Moore C B, Al-Shammari H A. Country of origin and foreign IPO legitimacy: Understanding the role of geographic scope and insider ownership[J]. *Entrepreneurship: Theory and Practice*,2008,32(1):185-202.
- [10]Berkman H, Nguyen N H. Domestic liquidity and cross-listing in the United States[J]. *Journal of Banking & Finance*,2010,34(6):1139-1151.
- [11]Cheng C, Schwienbacher A. Venture capital investors and foreign listing choices of Chinese companies[J]. *Emerging Markets Review*,2016,29:42-67.
- [12]Cumming D, Knill A, Syvud K. Do international investors enhance private firm value? Evidence from venture capital[J]. *Journal of International Business Studies*,2016,47(3):347-373.
- [13]Dai N, Jo H, Kassiech S. Cross-border venture capital investments in Asia: Selection and exit performance[J]. *Journal of Business Venturing*,2012,27(6):666-684.
- [14]Fernhaber S A, McDougall-Covin P P. Venture capitalists as catalysts to new venture internationalization: The impact of their knowledge and reputation resources[J]. *Entrepreneurship: Theory and Practice*,2009,33(1):277-295.
- [15]Filatotchev I, Piesse J. R&D, Internationalization and growth of newly listed firms: European evidence[J]. *Journal of International Business Studies*,2009,40(8):1260-1276.
- [16]Lockett A, Wright M, Burrows A, et al. The export intensity of venture capital backed companies[J]. *Small Business Economics*,2008,31(1):39-58.
- [17]Mäkelä M M, Maula M V J. Cross-border venture capital and new venture internationalization: An isomorphism perspective[J]. *Venture Capital*,2005,7(3):227-257.
- [18]Moore C B, Bell R G, Filatotchev I. Institutions and foreign IPO firms: The Effects of “home”and “host” country institutions on performance[J]. *Entrepreneurship: Theory and Practice*,2010,34(3):469-490.

Foreign Venture Capital, Overseas Listing and Firm Internationalization

Peng Tao¹, Huang Fuguang², Li Ya³, Wu Xinrui¹

(1. *International School of Business & Finance, Sun Yat-sen University, Zhuhai 519082, China;*

2. Business School, Nankai University, Tianjin 300071, China;

3. School of Economics and Management, Tiangong University, Tianjin 300387, China)

Summary: Using Chinese firms listed globally from 2000 to 2015 as a sample, this paper examines the impact of FVC on firm internationalization, and whether the impact is related to the process of listing and the location of listing. Our results show that, compared with domestic venture capital(DVC), FVC significantly improves the possibility of overseas listing, which is more pronounced before the opening of the domestic Growth Enterprises Market Board. Firm internationalization is the

main channel for FVC to affect overseas listing. FVC accelerates firm internationalization to achieve the exit goal of overseas listing. However, the positive impact of FVC on firm internationalization is not sustainable, and the impact reaches the highest when it comes to the listing year, and has a negative impact after successful listing. This relationship is especially manifested in overseas listed firms. These findings suggest that compared with firm internationalization, FVC pays more attention to overseas listing. The internationalization process promoted by FVC is opportunistic internationalization for the purpose of overseas listing, but not strategic internationalization. Our paper reveals the dynamic impact of FVC on firm internationalization. Previous literature holds that FVC plays a significant positive role in promoting firm internationalization. Contrary to popular belief, our paper finds that the impact of FVC on firm internationalization is closely related to the process of firm overseas listing, which shows that the impact of FVC on firm internationalization is dynamic. Also, our paper explores the main influencing factors of Chinese firms' overseas listing. The motivation of firm overseas listing is controversial in theory. Our results show that there is an alternative relationship between overseas listing and domestic listing, and overseas listing has no significant effect in promoting firm internationalization. We can conclude that compared with the "internationalization hypothesis" and the "corporate governance hypothesis", the "financing hypothesis" and the "private benefits hypothesis" can better explain the motivation of Chinese firms' overseas listing. Lastly, our paper demonstrates the role of VC when firms choose the listing location and timing. By accelerating firm internationalization, FVC realizes the purpose of rapid exit by overseas listing.

Key words: foreign venture capital; overseas listing; firm internationalization

(责任编辑:王雅丽)