中国上市企业的国内退市压力对国际化战略的影响*

● 陈立敏[1,2]　张海宇[1]　陈雪华[3]
（1　武汉大学经济与管理学院　武汉　430072；
2　武汉大学全球战略研究中心　武汉　430072；
3　中南财经政法大学工商管理学院　武汉　430073）

【摘　要】国际化经营已成为中国企业普遍选择的扩张战略之一，成功的全球战略往往引起同行企业的模仿同构。然而，当企业面临更为紧迫的强制同构压力如退市压力时，是否会调整原有的国际化战略、减缓向外扩张的步伐？本文以中国特有的上市企业退市制度为背景，应用中国沪深上市企业 2003—2020 年的面板数据，对中国上市企业的退市压力与国际化程度之间的关系进行了实证检验，结果发现退市压力会使上市企业为了维持宝贵的“壳”资源而减少风险承担、降低国际化程度，即企业在面临冲突的制度压力时会优先应对强制同构压力。在此基础上本文进一步研究了企业面临的不确定性及自身应对不确定性的能力对上述退市压力-国际化关系的影响，结果显示市场不确定性加剧了上市企业退市压力对国际化程度的负向作用，而上市企业应对不确定性的能力则能有效缓解退市压力对国际化程度的负面影响。本文以制度理论解释了母国国内退市的强制同构压力如何大于全球扩张的模仿同构压力而对上市企业形成影响的机制，深化了两种压力并存且冲突的制度复杂性理论。本文同时阐明了市场不确定性、经济政策不确定性及企业应对不确定性能力对上述关系的调节机理。

【关键词】退市压力　国际化　中国上市企业　制度理论　制度复杂性
中图分类号：F276.7　　文献标识码：A

1. 引言

国际化已成为中国企业成长的重要战略，是企业打造国际竞争力、成为世界一流企业的关键着

* 基金项目：国家社会科学基金重点项目“新发展格局下中国制造业企业高端嵌入全球价值链研究”（项目批准号：22AZD126）。
通讯作者：张海宇，E-mail：zhanghaiyu@hnu.edu.cn。

力点。根据中国商务部和国家外汇管理局的统计数据，2024 年中国对外直接投资流量达到 1627.8 亿美元，连续 12 年稳居世界前三且占比超全球一成。在经济全球化的背景下，大量中国企业以更主动的姿态参与到国际贸易和跨国投资等国际化活动中（谢恩等，2021），成功的全球战略往往引起许多同行企业的模仿同构。然而，当正在进行国际化的中国企业面临另一个更为紧迫、更为重要的制度同构压力时，该企业是否还会继续原有的高歌猛进国际化进程呢？例如，在中国特殊的上市制度下，企业面临的退市压力就是一个非常关键且紧迫的强制同构压力。以著名家电和通信企业 TCL 为例，该公司本是中国企业国际化的第一批先行者和行业标兵，早在 2004 年就收购了两家全球行业巨头——汤姆逊公司的彩电业务和阿尔卡特公司的手机业务，在国际市场开拓上取得了令人瞩目的成就。然而随之两年的连续亏损使得 TCL 在 2007 年被深圳证券交易所贴上了 ST 的标签，总裁李东生不得不暂缓激进的国际扩张进程，直到*ST TCL“摘帽”后再大举布局国际化。因此，本文旨在探讨上市企业的国际化战略模仿同构行为是否会受到母国内部退市压力的强制同构制约，在面临冲突的制度压力时优先应对强制同构压力。

上市企业面临的退市压力源于中国特殊的上市制度，核准制下企业上市已付出的高额成本与代价使得退市压力成为一个紧迫且致命的风险。退市压力的紧迫性在于，面临退市压力的上市企业往往出现了亏损等经营困境，且最多只有 1~2 年进行自救，否则将被强制退市。退市压力的致命性在于，上市企业一旦被强制退市，将无法继续在股票市场进行融资与交易，而股权融资是上市企业重要的资金来源，是上市企业获取闲置资源的重要渠道。组织闲置资源对国际化进程有显著的正向影响（Lin，2014），组织闲置资源的多少将决定企业能否进行有风险的国际化活动。每年新增的 ST 上市企业和“摘星脱帽”者都有几十家之多，而自 2024 年中国证监会实施退市新规以来，由于设置了更为严厉的退市标准，如主板亏损公司营业收入标准从 1 亿元提高到 3 亿元，市值标准从低于 3 亿元提至低于 5 亿元，必然导致更多企业因业绩不达标被纳入风险警示名单：2024 年全年新增 ST 或*ST 企业才 90 家，但 2025 年仅上半年就已新增 ST 或*ST 企业 160 家。因此，有必要深入探讨中国上市企业面临紧迫且致命的退市压力时，是否会改变现有经营策略、减缓国际化进程，集中资源应对国内的退市压力。

为回答上述问题，本文采用 2003—2020 年中国沪深 A 股上市企业的面板数据进行实证检验与分析，结果显示面临退市压力的中国上市企业确实会降低它们的国际化程度。本文进一步考虑了上市企业经营面临的不确定性以及自身应对不确定性的能力是否会影响上述企业退市压力-国际化程度关系，原因是经济政策不确定性的存在，会增加企业面临的外部环境风险、加剧股票价格的波动性（Pástor & Veronesi，2013）、影响企业投资决策（Gulen & Ion，2016）、增加企业自由现金流的不确定性（张光利等，2017）；而市场不确定性的存在，会增加企业参与性预算（Kren，1992）、导致过剩资源的储备发生变化（Cheng & Kesner，1997）。进一步，也有必要探讨上市企业高管团队应对不确定性的能力是否会影响退市压力下的企业决策。本文分析结果显示市场不确定性的增加会加剧主效应中的负向作用，但随着企业高管团队应对不确定性能力的提升，退市压力对于上市企业国际化程度的负面影响会得到显著缓解。

本文的理论贡献与创新点主要包括：（1）本文结合中国不同时期的上市企业退市制度，构造了企业退市压力衡量方法，并实证检验了企业面临的退市压力与企业国际化程度之间的负向关系。（2）

本文基于制度理论中两种压力并存且冲突情况下的制度复杂性理论，对研究结论给予了良好的机制解释。这一制度压力冲突机制支持了上市企业注册制全面实施的紧迫性与适配性。（3）本文检验了企业面临的市场不确定性、经济政策不确定性及企业高管团队应对不确定性能力对于退市压力的调节效应，为中国上市企业的战略决策提供了理论解释和实证依据。

本文后续包括如下几个部分：第二部分为理论文献回顾与研究假设提出；第三部分说明了样本和数据来源、变量定义与测量、研究模型与方法；第四部分为实证结果与分析，包括内生性处理、稳健性检验；第五部分总结了研究结论与实践启示，讨论了理论贡献与创新之处。

2. 文献回顾与研究假设

2.1 壳资源与退市制度：中国上市企业的退市压力

一家企业选择上市并进行股票市场交易，被认为是企业实现增长的重要阶段（Moreira et al.，2017）。企业上市为企业的经营提供了许多好处，如增加证券的流动性、扩大投资者基础、降低资本成本和信息不对称（Bortolon & Silva，2015）。有别于发达国家的注册制，中国企业在主板上市一直采用的是行政审批核准制，这种独特的资本市场制度设计使成功上市企业的“壳”成为一种稀缺资源。中国上市企业的壳资源主要来源于中国特有的 IPO 强监管（Liu et al.，2019），壳资源指的是一种上市后能够进行资产注入、资产重组等再融资和二级市场交易的权利，是产权的一种衍生形式（王鹤菲等，2019；刘晓婷和张敬石，2015）。屈源育等（2018）认为企业的壳资源价值由被借壳概率与借壳交易中能够实现的壳价值构成；陈选娟等（2019）总结壳资源的价值可通过收益法、成本法、市场比较法、期权定价法、价差法等方式衡量。

退市制度的存在使得陷入财务困境的上市公司容易面临丧失壳资源的风险。上海和深圳的证券交易所分别于 1990 年和 1991 年设立，然而直到 1998 年监管机构才制定了退市条例。中国证监会于 1998 年颁布了一项特殊处理政策，要求连续两年报告亏损的公司在其股票名称前标明“ST”，其股票报价每日波动不超过 5%。一旦该公司报告第三年亏损，股票交易应立即暂停。2001 年，中国证监会正式引入交易所退市程序，要求 ST 公司在停牌当年未能报告正收益的必须退市，以保护投资者。2012 年 4 月和 6 月，上海证券交易所和深圳证券交易所分别发布《关于完善上海证券交易所上市公司退市制度的方案》和《关于改进和完善深圳证券交易所主板、中小企业板上市公司退市制度的方案》，并修订相应的《股票上市规则》，这一改革被称为 2012 年“退市新规”。这次退市制度改革加入了更多的市场化指标，使得退市标准更加多元化，进一步趋同于发达国家证券市场的做法（林乐和郑登津，2016）。退市制度的存在促使上市公司以优质的形式持续经营，维持证券市场的活力，协助资本市场快速配置资源。

2024 年证监会发布《关于严格执行退市制度的意见》，配套沪深京三大交易所修订上市规则，构建了被称为“史上最严”的退市新规体系。该政策不仅设置了更为严格的财务类退市标准，更增设了“一年严重造假、三年连续造假”的重大违法退市条款，以及“资金占用”“内控失效”等规

范类退市情形。这些规则变化直接作用于上市公司的合规优先级和资源分配决策，使其成为影响企业国际化战略的核心制度变量。

2.2 强制同构的退市压力与模仿同构的国际化压力并存而形成制度复杂性

制度理论认为，组织倾向于采用在特定环境或“组织领域”被认为可接受的合法实践，出于强制同构、模仿同构或规范同构的压力，而具有趋同的结构和进程（DiMaggio & Powell，1983）。合法性被认为是影响企业生存的一个重要因素（Bai et al.，2019）。最广为接受的合法性定义由 Suchman（1995）提出，即合法性是人们在社会结构体系内的规范、价值观、信仰和定义框架下，对实体活动的适当性、恰当性和合意性的一般感知或设想，是一种“广义的”集体感知或集体感知度。若企业不遵循政府等强大行动者的期望，将被实施剥夺合法性等制裁措施（DiMaggio & Powell，1983）。组织倾向于遵守制度环境中的规则与期望（Meyer & Rowan，1977），否则其将缺少竞争所需的资源与社会支持（Gibbs & Kraemer，2004）。

然而，组织在经营过程中可能面临不同的社会期望和制度压力，彼此共存但并不相容（Meyer & Rowan，1977）。当多种不同的制度逻辑并存时，制度复杂性就产生了（Greenwood et al.，2011）。本文认为，在企业国际化的过程中，企业常常模仿已成功国际化的同行企业发展模式，在此制度逻辑中企业依从模仿同构压力；同时，企业也可能面临财务表现不佳、退市风险存在的强制同构压力。因此，中国上市企业在进行国际化过程中如何应对模仿同构与强制同构带来的制度复杂性，对于企业获得母国合法性及关键资源具有重要战略意义。

模仿同构的制度压力是由于需要通过模仿被认为更合法或更成功的组织来应对不确定性而引起的（Li & Ding，2013）。当目标是模糊的，或者当环境产生了象征性的不确定性时，组织可能会模仿其他组织，尤其是被认为是成功的组织（DiMaggio & Powell，1983；Burns & Wholey，1993）。虽然模仿通常被认为是仪式性的，但企业的模仿行为可以被认为是理性的，因为它减少了降低潜在不确定性的搜索成本（Lieberman & Asaba，2006），组织间模仿是对不确定性的标准反应（DiMaggio & Powell，1983），也是企业模仿某些行为以提高竞争力的一种替代学习形式（Abrahamson & Rosenkopf，1993）。由于管理者更了解自己行业内的组织，企业管理者倾向于模仿竞争集团内其他公司的行为（Haveman，1993）。正如 Baum 等（2015）指出，对于较小型的企业而言，内部评估和战略规划程序往往过于昂贵，其决策更多依赖于从已经活跃在市场上的同行所获得的知识。随着采用复制成功者模式进行企业决策的管理人员数量的增多，模仿压力将被进一步加大，而这些压力又会进一步导致该方法的采用者数量增加，产生模仿同构压力的循环（Abrahamson & Rosenkopf，1993）。

强制同构的制度压力是由组织所依赖的其他组织对组织施加的正式和非正式压力以及组织所在社会的文化期望产生的压力（DiMaggio & Powell，1983）。一个企业的生存以及它能够获得的社会资源取决于它满足社会重要成员期望的程度。强制同构压力可以表现为强制、控制或权威（DiMaggio & Powell，1983），而组织在机构和实践上的变化是对政府命令和政策的直接反应（Li & Ding，2013）。政府控制或更普遍的国家干预，一直在组织的结构转型中发挥着核心作用（Deng，2009），影响企业的资源选择和分配决策（Oliver，1997）。企业必须屈服于强制同构的制度压力，才能获得合法性进

而保证企业的长期生存和潜在资源获取（Hilmersson et al.，2015）。

在国际化的过程中，跨国企业不仅会受到同行模仿同构压力的影响，还会面临着强制同构压力、利益相关者期望、社会规范和政府法规等形式的多重制度压力的影响（Greenwood et al.，2010；Thornton et al.，2012）。在国际商务的背景下，多重且不相容的制度压力所产生的紧张关系会影响跨国企业的行为和战略（Kostova et al.，2008）。当强制同构压力与模仿同构压力发生冲突时，中国跨国企业的行为和战略将会发生什么改变？本文认为，企业会优先应对强制同构压力。国家的监管制度对企业的资源配置有极大的影响，企业需遵从政府政策及相应制度才能获得关键的稀缺资源，因此有动力优先采用政府认可的合法性实践（Frumkin & Galaskiewicz，2004）。

2.3 中国上市企业的退市压力对企业国际化程度的负向影响

上市是指公司通过首次向投资者公开发行股票以获得资金实现发展的过程，退市则是指企业退出原交易场所、原进入市场甚至完全退出交易过程（Zhou，2017）。上市企业具有较强的动力维持自身的上市资格，避免因不符合政府或证监会的上市调节而退市，从而无法从股票市场上进行融资。正如 Bortolon 和 Silva（2015）所指出，企业上市为企业的经营提供了许多好处，如增加证券的流动性、扩大投资者基础、降低资本成本和信息不对称。

伴随着企业的发展，企业所需的资金量也在逐步提升，常见的自有资金投入、债券融资的资金来源渠道虽然能给企业带来一定数量的资金支持，但无法在短时间内为企业提供大量的资金流入。相比之下，在股票市场上进行股权融资能让企业以较低的成本快速获得大量的资金支持。同时，企业的上市能让企业逐渐在投资者心中产生知名度，有助于企业积累信誉、品牌等无形资产，提升企业在市场竞争中的软实力。因此，上市企业拥有比私营企业更显著的经营优势是一个不争的事实。

中国上市企业往往拥有较大的避免退市的动机。不同于发达国家采用的注册制上市制度，中国企业主板上市一直采用的是核准制上市制度。发行人在申请发行股票时，不仅需要公开企业的真实经营情况，还必须符合有关法律和证券监管机构所规定的上市条件。在核准制下，企业上市审核程序烦琐、周期长，企业需要经历一年的辅导期，材料受理后还需通过初审会、发审会的审核，耗时近两年（赖黎等，2022）。因此在核准制下成功 IPO 的企业将付出巨大的沉没成本，包括时间成本、建立政治关系成本和调整企业状况以满足上市条件的管理成本等。上述沉没成本需要企业通过上市并保留在证券市场经营才能被逐步抵消（Li，2019）。这一现象衍生的结果是令上市企业的“壳”显得尤为重要，一旦退市，企业将失去股权融资的资格，并需要承担大量的退市相关成本。因此，在面临退市压力时，企业往往拥有巨大的动力避免被退市。

中国上市企业面临的退市压力是影响企业国际化程度的重要且迫切的强制同构压力。根据吴崇和陈美花（2021），强制同构来自母公司或东道国的制度规则或社会文化期望所产生的压力。首先从强制同构的制度规则压力来源来看，强制同构的核心是组织对外部权威或规则的被动响应（DiMaggio &Powell，1983），而退市压力正是中国政府通过制度规则对企业施加的“控制性压力”。进一步，根据威胁刚性理论（threat-rigiciy），当企业感知到生存威胁时，会引发其对失败的极度担忧（March & Shapira，1992），决策者会进入风险规避状态（ Staw et al.，1981），表现为战略收缩与创新抑制（欧

锦文等，2021）。其次从强制同构的社会文化期望压力来源来看，在中国商业文化语境中，“退市”被赋予远超经济含义的社会符号意义——常被视为经营失败或信誉破产。这种社会认知形成强大的非正式制度约束，强化了企业对退市的恐惧。同时中国上市企业的债券融资、机构投资者关注等核心资源均与上市资格绑定，退市后企业将失去公开市场的低成本融资渠道、流动性支持及“上市公司”标签的社会认可。而当企业感知到威胁危及其生存时，其会降低冒险倾向，转而选择保守、熟悉的刚性策略来维护基本生存（March & Shapira，1987）。上述两方面原因均会使企业将“保壳”视为最高优先级，而国际化作为需要长期投入和高风险承担的战略，可能因资源被挤占而被放弃。

因此，面临退市压力的上市企业会面临严峻的强制同构压力，在这种威胁刚性的强制同构压力下，企业出于对失败的极度担忧，会减少需要长期投入和高风险承担的国际化。基于此，本文提出如下假设：

H1：面临退市压力的中国上市企业会降低其国际化扩张程度。

2.4 环境不确定性对负向主效应的加剧调节作用

企业在缓解自身面临的退市压力时，往往会受到不同性质的不确定性影响，不确定性的存在使得企业在面临退市压力时会做出不同的决策。本文把企业经营面临的不确定性分为政策不确定性与市场不确定性，针对不同的不确定性进行进一步的研究。

经济政策是影响企业战略决策与经营状况的重要外部因素。Baker 等（2013）将经济政策不确定性定义为因政府未来政策不明朗而造成的经济风险；饶品贵等（2017）认为经济政策不确定性是指企业不知道政府何时、采取何种政策对经济进行干预，也无法准确预测经济政策的变化会产生何种影响。经济政策不确定性不仅关乎宏观经济运行，也会对企业投资等微观层面的生产经营决策产生影响（饶品贵等，2017）。经济政策具有不确定性，这种不确定性会加剧宏观经济和金融资产的波动，对企业投资决策、研发及风险承担等方面均存在显著的影响。经济政策不确定性的存在，使企业面临的外部环境风险急剧上升，上市企业股票价格波动性加大（张光利等，2017），也使企业对于未来现金流的预测不确定性显著提升（Cheng & Kesner，1997）。同时，经济政策的不确定性增加了银行对于融资企业的违约预期。在经济政策不确定的背景下，银行根据谨慎性原则，倾向于认为企业由于经营风险而导致债务无法偿还的可能性大幅提升（Baker et al.，2016）。银行为了规避资金无法偿还的风险，会对融资企业进行更为严苛的信贷审核，并对于符合融资标准的企业要求更高的风险溢价，以对冲银行自身承担的风险。因此，经济政策不确定性增加了企业的银行融资难度和成本，致使企业面临更为严重的融资约束问题（诸波和熊欢，2022），间接令股权融资成为上市企业融资更为重要的渠道。在经济政策不确定性背景下，面临退市压力的企业更需要尽快改善自身业绩水平，也更有动力保证自己的上市地位。因此，本文提出以下假设：

H2：经济政策不确定性加剧了上市企业退市压力对国际化程度的负向影响。

市场不确定性指的是企业管理者在对外部环境信息了解不充分时，对未来技术、市场等所处环

境的变化无法准确预测的状态（Uzkurt et al.，2012）。结合市场不确定性的定义，由于企业决策者无法及时准确判断企业所处环境的当前与未来的状态，从而令企业在运营过程中面临不确定，于是该企业的决策者无法对企业的国际化业务有充分的掌握与控制。市场不确定性的存在会影响企业管理控制系统的设计，从而引起企业自身组织裕度的变化（Cheng & Kesner，1997）。当企业面临市场不确定性时，企业随时可能遭遇突发的状况，需要企业自身拥有充足的资源与能力进行应对。对于面临退市压力的上市企业而言，提升自身业绩是尽快缓解退市压力的最重要途径，而企业需保证自身的稳定经营才有进一步提高营收、提升业绩的可能。因此，在市场不确定性的影响下，面临退市压力的上市企业会平衡当下的收入与支出，将更多的资金保留作为未来的缓冲资源（Almeida & Campello，2007），平稳度过市场不确定性阶段，保证企业的生存，再考虑如何进行市场扩张。因此，本文提出以下假设：

H3：市场不确定性加剧了上市企业退市压力对国际化程度的负向影响。

2.5 企业应对不确定性能力对负向主效应的减弱调节作用

虽然上市企业在调整自身面临的退市压力时会面临不同层面的不确定性影响，但是同时企业具有应对不确定性的能力。具体而言，企业自身的高管团队可以凭借自身的经验、学识与决策能力，提高企业整体的应对不确定性能力。

根据高阶理论，高层管理者的知识结构、价值观和心理偏好等因素在企业的战略抉择中发挥着重要作用，并最终影响企业的绩效和产出（Hambrick & Mason，1984）。该理论改变了以往研究中只关注高层管理者个人的研究范式，提出了高管团队行为整合度的构念，形成了更具综合影响力的理论体系（Hambrick，2007）。

本文认为，高管团队的不同教育背景可能伴随高管团队不同的决策能力与问题处理水平。随着高层管理团队受教育水平的提高，他们所涉及的知识面会更加广阔，并具备更为优秀的信息收集与处理能力，提升企业解决日常运营问题与预测未来不确定性的能力，促使企业稳定发展。因此，当企业面临退市压力时，拥有较高教育水平的高管团队将有更强大的信心与能力来维持企业的平稳经营，逐步提高企业绩效，缓解上市企业的退市风险。

另一方面，高管团队教育水平的提高可能给高层管理人员更多接触其他国家信息的机会，逐步了解国际环境，学习和掌握国际化企业的管理模式，同时形成更为广阔的社会关系网络，在面临退市压力时可以通过调配和整合企业资源从而保证企业经营的稳定性。一些研究已经证明了高管团队的良好教育组成对企业国际化经营存在积极影响（Tihanyi et al.，2000）。丰富的教育背景使得高管团队对外部环境尤其是国际市场环境有着更为敏锐的注意力和洞察力，能更好地把握住机遇，从而做出更准确的决策来保证公司的良好经营（Guo，2018），有助于弥补企业国际经验的不足，帮助企业挖掘更多的国际化成长机会，降低企业的海外市场运作风险，从而加速企业的国际化进程（Lee & Park，2008；Nielsen & Nielsen，2011；Wang，2015）。因此，本文提出以下假设：

H4：高管团队应对不确定性的能力减弱了上市企业退市压力对国际化程度的负向影响。

3. 样本选择与研究设计

3.1 样本选择与数据来源

中国证监会于2001年正式引入交易所退市机制。2012年，证监会对退市制度进行了修订。2018年3月，证监会就修改《关于改革完善并严格实施上市公司退市制度的若干意见》公开征求意见，修改后的退市制度自2020年12月28日起正式实施。因此，本文以2003—2020年中国沪深主板上市企业作为研究样本。

本文对样本数据进行了以下处理；（1）剔除金融保险类企业，因为此类企业的财务状况及报表编制与普通企业存在明显差异；（2）剔除变量缺失的企业。处理后得到1727家企业共19641个观测值。数据来源于CSMAR数据库、Wind数据库、CNRDS数据库与新浪财经网站，分析软件为Stata 16。

3.2 变量定义与测量方法

3.2.1 被解释变量

本文的被解释变量为企业国际化程度（DOI）。当前研究有多种指标衡量国际化程度，其中最为经典、最为常用的方式是用FSTS指标（Foreign Sales to Total Sales）衡量（陈立敏等，2016）。本文沿用这一指标来衡量企业国际化程度，即企业在国外的销售收入占全部销售收入的比重，无论国外销售是由出口贸易产生还是海外直接投资产生。

3.2.2 解释变量

本文的解释变量为上市企业退市压力（Delisting）。退市压力与退市并不相同，面临退市压力是正常运营与强制退市之间的临界程度。本文选择的面临退市压力的企业为被实施退市风险警示或被暂停交易或受到某些交易限制的上市企业，但不包括已经被强制退市的企业。在2012年退市规则实施之前，若上市企业连续四年出现会计亏损，则会被强制退市。2012年的退市规则在会计亏损衡量的基础上增加了净资产、营业收入与审计意见的财务指标，同时把非财务指标纳入退市考虑范围，具体退市标准如表1所示。

表1 **2012年沪深交易所发布的主板退市标准**

序号	退市标准	主板
1	连续4年会计亏损	不变
2	连续3年净资产为负	新增

续表

序号	退 市 标 准	主板
3	连续 3 年营业收入低于 1000 万元	新增
4	连续 3 年审计意见为否定或无法表示	新增
5	财务退市指标触及退市情形但未在法定期限内披露年报	新增
6	连续 120 个交易日股票累计成交量 A 股低于 500 万股、B 股低于 100 万股	新增
7	连续 20 个交易日每日收盘价均低于每股面值	新增
8	未在规定期限内补充恢复上市申请材料	新增
9	财务退市指标不具备申请恢复上市的条件	新增

表 1 所示的退市标准中，序号 5~9 为直接退市标准，即上市企业一旦满足上述任意一条要求将会遭到强制退市。与此不同的是，序号 1~4 虽然也为直接退市标准，但此类标准存在一定的缓冲期，即当连续年份未达到退市标准时，中国证监会会对相关企业进行风险警示，对应的企业将会面临退市压力。因此，本文沿用相关研究做法，2003—2011 年，通过会计亏损衡量退市压力。具体而言，本文采用虚拟变量进行衡量，若企业属于连续两年出现会计亏损，则为 1；若连续三年出现会计亏损，则为 2；其余为 0。2012—2020 年，本文基于退市新规，将会计亏损、净资产、营业收入和审计意见作为衡量企业退市压力的指标：若企业属于连续两年出现会计亏损或第一年出现净资产为负、营业收入低于 1000 万元或审计意见为否定意见或无法表达意见的任何一种情况，则为 1；若企业连续三年盈利为负或连续两年出现净资产为负、营业收入低于 1000 万元或审计意见为否定意见或无法表达意见的任何一种情况，则为 2；其余为 0。具体衡量标准如表 2 所示。

表 2　　**不同时间段退市压力的衡量与赋值**

持续时间 / 退市标准	时间段	1 年	2 年	3 年
连续亏损	2003—2020 年	0	1	2
净资产为负	2003—2011 年	0	0	0
	2012—2020 年	1	2	0
营业收入低于 1000 万元	2003—2011 年	0	0	0
	2012—2020 年	1	2	0
审计意见为否定或无法表达	2003—2011 年	0	0	0
	2012—2020 年	1	2	0

3.2.3 调节变量

（1）经济政策不确定性（EPU）。贝克等基于报纸报道频率建立了经济政策不确定性指数（Baker et al.，2016）。Huang 和 Luk（2020）借鉴 Baker 的做法，以中国报纸为基础，构建了中国经济政策不确定性指数。本文采用 Huang 和 Luk（2020）的经济政策不确定性指数来衡量经济政策不确定性指标。由于该指标为日度数据，本文进一步对日度数据进行算术平均从而得到年度的经济政策不确定性，仿照 Ren 等（2022）研究经济政策不确定性对于国际化的调节程度。

（2）市场不确定性（EU）。已有文献对于市场不确定性的衡量主要有两种方法。第一种方法通过主观性指标进行衡量，如问卷等方法。这种方法受到主观性、可调查对象的限制，研究结论的普适性较弱。第二种方法是通过客观性指标进行衡量，包括销售收入、息税前利润和研发支出。由于销售收入比息税前利润更少受到企业筹资及投资决策的影响，故销售收入的标准差被认为是衡量市场环境波动性的指标（Tosi et al.，1973）。本文借鉴 Ghosh 和 Olsen（2009），计算过去 5 年销售收入残差的标准差，并对标准差进行销售收入平均值与行业环境不确定中位数的调整，得到经行业调整后的环境不确定性作为市场不确定性的衡量。

（3）高管团队应对不确定性能力，通过高管教育背景（Education）进行衡量。有研究指出董事长的学历背景对企业绩效存在不确定的影响（林勇和周妍巧，2011），本文通过上市企业 CEO 的教育背景来衡量高管教育背景，若 CEO 的最高学位为博士或博士后，则为 4；若 CEO 的最高学位为硕士、MBA 或 EMBA，则为 3；若 CEO 的最高学位为学士，则为 2；若 CEO 的最高学位低于学士，则为 1。除此之外，本文采用上市企业 CEO 跨公司兼任董事的公司数量（Concurrent）来作为衡量高管团队应对不确定性能力的第二个测度方式，原因是兼任多家公司董事的 CEO 具有信息优势，可以在不确定性事件中快速调用外部资源（如替代供应商、融资渠道），进而提升高管团队应对不确定性的能力；同时兼任知名企业董事本身是市场认可度的体现，这有利于增强企业在危机中的信用获取能力。

3.2.4 控制变量

本文控制了若干可能影响企业国际化程度的指标。在个人层面，CEO 年龄（Age）和任期时长（Tenure）可能会改变其价值倾向与风险偏好，因此控制了 CEO 的年龄和任期时长。在企业层面，企业当前的经营绩效是企业未来经营决策的重要基础，本文通过企业的资产回报率（ROA）进行衡量与控制；企业规模（Size）可能影响企业的生存能力和绩效水平，本文通过企业员工人数进行衡量与控制；企业机构持股（Institution）能帮助企业的经营，本文通过机构持股比例进行衡量与控制；企业股权集中度（Equity Concentration）反映了企业的决策效率与倾向，本文通过前十大股东的持股比例来衡量与控制；独立董事的人数能使企业的决策倾向于多元化与合理化，本文控制了独立董事比例（Independent），通过独立董事人数在董事会人数中的占比衡量；企业的融资约束程度（Finance）会显著影响企业的现金流状况，进而影响企业的经营业绩，本文通过 SA 指数控制了企业的融资约束程度。

在行业层面，行业内的竞争程度（Industry Competition）会改变企业的决策倾向，本文通过赫芬达尔-赫希曼指数进行衡量与控制。行业（industry）和年份（year）的虚拟效应也得到控制。

3.3 研究方法与计量模型

本文采用面板数据进行分析。首先，为了消除反向因果关系，本文对于解释变量、调节变量与控制变量均进行滞后一期处理。其次，本文在回归模型中控制了年份和行业的影响，即在回归模型中纳入年份虚拟变量和行业虚拟变量，以控制时间和行业固定效应，排除组内随时间变化产生的不同影响，以得到尽量可靠的估计结果。

主效应方程为：

$$DOI_{i,t} = \beta_0 + \beta_1 Delisting_{i,t-1} + Controls_{i,t-1} + I_i + T_i + \varepsilon_{i,t}$$

调节效应模型为：

$$DOI_{i,t} = \beta_0 + \beta_1 Delisting_{i,t-1} + \beta_2 Delisting_{i,t-1} \times EPU_{i,t-1} + Controls_{i,t-1} + I_i + T_i + \varepsilon_{i,t}$$

$$DOI_{i,t} = \beta_0 + \beta_1 Delisting_{i,t-1} + \beta_2 Delisting_{i,t-1} \times EU_{i,t-1} + Controls_{i,t-1} + I_i + T_i + \varepsilon_{i,t}$$

$$DOI_{i,t} = \beta_0 + \beta_1 Delisting_{i,t-1} + \beta_2 Delisting_{i,t-1} \times Education_{i,t-1} + Controls_{i,t-1} + I_i + T_i + \varepsilon_{i,t}$$

以上各式中，$DOI_{i,t}$ 表示国际化程度，$Delisting_{i,t}$ 表示上市企业面临的退市压力，$EPU_{i,t}$ 表示经济政策不确定性，$EU_{i,t}$ 表示市场不确定性，$Education_{i,t-1}$ 表示高管教育水平，$Controls_{i,t}$ 表示各个控制变量，I_i 表示行业虚拟变量，T_i 表示年份虚拟变量，$\varepsilon_{i,t}$ 表示随机误差项。

4. 实证结果与分析

4.1 描述统计与多重共线性分析

表 3 是描述统计结果。从国际化程度来看，DOI 值均值为 0.128，说明上市企业在国际化过程中获得的收入大致为企业年度总收入的 12.8%。从退市压力来看，退市压力的平均值仅为 0.043，说明只有不到 5%的上市企业面临退市的风险。从不确定性来看，不同时期的经济政策不确定性与市场不确定性都存在较大的差异。从教育背景来看，平均值为 2.529，说明上市企业的 CEO 一般具有本科及以上学历。

表 3　　描述性统计

No.	Variables	Observation	Mean	Std. Dev.	Min.	Max.	VIF
1	DOI	19641	0.128	0.206	−0.009	1.329	/
2	Delisting	19641	0.043	0.229	0.000	2.000	1.020

续表

No.	Variables	Observation	Mean	Std. Dev.	Min.	Max.	VIF
3	EPU	19641	128.820	28.760	66.649	178.043	1.110
4	EU	19641	1.409	1.498	0.009	23.223	1.040
5	Education	19641	2.529	0.800	1.000	4.000	1.040
6	Age	19640	48.571	6.789	24.000	81.000	1.140
7	Tenure	19628	45.947	41.352	0.000	360.000	1.140
8	ROA	19641	0.0360	0.514	−3.001	64.755	1.020
9	Size	19608	17.637	5.920	4.170	39.580	1.200
10	Institution	19627	50.271	21.905	0.000	171.385	1.110
11	Equity Concentration	19641	29.551	29.228	0.013	95.070	1.020
12	Independent	19633	36.818	5.794	0.000	100.000	1.040
13	Finance	19639	−3.751	0.285	−5.277	2.131	1.220
14	Industry Competition	19583	36.731	5.752	0.000	80.000	1.020

表 4 是相关性分析的结果，可以发现所有的 Pearson 系数均小于 0.7，说明所选取的变量之间不存在高度线性相关。同时，本文通过方差膨胀因子检验变量的多重共线性，所有变量的 VIF 值均远小于 10，最大值不超过 1.22，说明所选取的变量不存在多重共线问题。

4.2 回归结果与分析

表 5 模型（1）给出了基准模型的回归结果，以企业国际化程度 DOI 为被解释变量，加入上文提及的 9 个控制变量：CEO 年龄、CEO 任期时长、企业绩效、企业规模、企业机构持股、企业股权集中度、独立董事比例、融资约束和行业竞争程度。结果显示，CEO 年龄、CEO 任期时长、股权集中度与国际化呈显著的正相关关系。融资约束与行业竞争程度对于企业的国际化程度存在显著的负向影响。企业规模对于企业的国际化程度有负向影响，说明规模越大的企业越不倾向于进行国际化，这与通常的看法并不一致，这可能是因为：大规模企业组织架构复杂、决策流程冗长，对国际市场变化的响应速度慢，进入新市场时面临更高的协调成本与风险，从而导致其国际化扩张相对谨慎。机构持股也会抑制企业的国际化行为，可能的原因在于：机构投资者因自身面临短期业绩考核与赎回压力，往往施压企业优先关注短期财务回报，而国际化战略投入大、回报周期长，故为保障短期收益，机构投资者可能抑制企业国际化步伐。独立董事占比对于企业的国际化程度也有负向影响，造成这一结果的原因可能是：独立董事的核心职责是风险监督，其信息劣势与个人责任担忧使其在评估复杂的国际化提案时趋向保守。表 5 中所有的控制变量在五个模型中符号与显著性均保持一致，证明本文控制变量的选取是合适与稳健的。

表 4　　相关性分析

No.	Variables	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13
1	DOI	/												
2	Delisting	−0.008												
3	EPU	0.034***	−0.025***											
4	EU	−0.018**	0.075***	0.008										
5	Education	−0.034***	−0.011	0.035***	−0.022***									
6	Age	0.053***	−0.026***	0.115***	−0.069***	−0.080***								
7	Tenure	0.065***	−0.053***	0.164***	−0.132***	0.022***	0.272***							
8	ROA	−0.008	−0.082***	0.008	−0.002	−0.001	−0.004	0.008						
9	Size	0.009	−0.031***	0.036***	−0.063***	0.094***	0.100***	0.022***	0.004					
10	Institution	−0.070***	−0.059***	−0.087***	0.037***	0.093***	0.041***	−0.110***	0.016**	0.210***				
11	Equity Concentration	0.065***	−0.017**	−0.009	0.041***	−0.049***	0.000	0.027***	0.007	−0.066***	0.003			
12	Independent	0.020***	0.01	0.132***	0.022***	0.055***	0.050***	0.037***	0.011	0.107***	−0.055***	0.011		
13	Finance	−0.036***	0.026***	−0.208***	0.005	−0.009	−0.130***	−0.112***	0.070***	0.286***	0.175***	−0.005	−0.045***	
14	Industry Competition	−0.060***	0.002	0.01	0.027***	0.01	−0.005	−0.003	0.002	0.072***	0.037***	0.083***	0.016**	0.008

注：*、**、*** 分别表示相关系数在 10%、5%、1%水平上显著。后同。

表 5　　退市压力对国际化程度的作用及相应调节

Variables	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)
Age	0.001***	0.001***	0.001***	0.001***	0.001***	0.001***
	(0.000)	(0.000)	(0.000)	(0.000)	(0.000)	(0.000)
Tenure	0.000**	0.000**	0.000**	0.000**	0.000**	0.000
	(0.000)	(0.000)	(0.000)	(0.000)	(0.000)	(0.000)
ROA	−0.000	−0.001	−0.001	−0.001	−0.001	−0.001
	(0.003)	(0.003)	(0.003)	(0.003)	(0.003)	(0.003)
Size	−0.000	−0.000	−0.000	−0.000	−0.000	−0.000
	(0.231)	(0.231)	(0.231)	(0.231)	(0.231)	(0.000)
Institution	−0.000	−0.000	−0.000	−0.000	0.000	−0.000
	(0.000)	(0.000)	(0.000)	(0.000)	(0.000)	(0.000)
Equity Concentration	0.000***	0.000***	0.000***	0.000***	0.000***	0.000***
	(0.000)	(0.000)	(0.000)	(0.000)	(0.000)	(0.000)
Independent	−0.000	−0.000	−0.000	−0.000	−0.000	−0.000
	(0.000)	(0.000)	(0.000)	(0.000)	(0.000)	(0.000)
Finance	−0.012*	−0.011*	−0.011*	−0.011	−0.011*	−0.014**
	(0.007)	(0.007)	(0.007)	(0.007)	(0.007)	(0.007)
Industry Competition	−0.038***	−0.038***	−0.038***	−0.037***	−0.037***	−0.036***
	(0.012)	(0.012)	(0.012)	(0.012)	(0.012)	(0.012)
H1：Delisting		−0.015**	−0.030	−0.000	−0.046**	−0.018**
		(0.006)	(0.027)	(0.009)	(0.020)	(0.007)
EPU			0.001***			
			(0.000)			
H2：Delisting×EPU			0.000			
			(0.000)			
EU				0.001		
				(0.001)		
H3：Delisting×EU				−0.007**		
				(0.003)		
Education					−0.005***	
					(0.002)	
H4：Delisting×Education					0.013*	
					(0.008)	

续表

Variables	（1）	（2）	（3）	（4）	（5）	（6）
Concurrent						0.004***
						（0.000）
H4：Delisting×Concurrent						0.004*
						（0.002）
Constant	−0.032	−0.028	−0.085**	−0.028	−0.015	−0.032
	（0.034）	（0.034）	（0.035）	（0.034）	（0.035）	（0.034）
N	17776	17776	17776	17776	17776	17776
R-squared	0.174	0.174	0.174	0.174	0.175	0.178
F	36.848	36.547	36.194	35.894	35.941	36.668
Year	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes
Industry	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes

注：括号中数值为回归系数的 *Z* 统计量。

模型（2）检验了上市企业面临的退市压力对企业国际化程度的影响。结果显示，退市压力与国际化程度的系数显著为负（$\beta=-0.015$，$p<0.05$），说明上市企业面临的退市压力对于企业的国际化程度存在显著的抑制作用，与理论预测的相符。模型（2）回归结果支持假设 H1，表明当上市企业面临退市压力时，企业管理者会努力保持自身上市地位，减少国际化等具有风险的投资行为，缓解企业存在的资金约束问题，为尽快提升企业业绩从而脱离退市指标做好准备。

模型（3）检验了经济政策不确定性对于退市压力的调节作用。结果显示，退市压力与经济政策不确定性的交互项为正但不显著，表明企业面临的宏观层面的经济政策不确定减弱了上市企业退市压力与国际化程度之间的负向关系，但是这一减弱程度并不明显，假设 H2 并不能得到完全支持。

模型（4）检验了市场不确定性对于退市压力的调节作用。结果显示，退市压力与市场不确定性的交互项显著为负（$\beta=-0.007$，$p<0.05$），假设 H3 得到支持。这一结果表明，当上市企业面临微观层面的市场不确定性时，由于企业管理层无法明确预测企业未来经营所面临的风险与不确定性，所以管理层更倾向于把资金回笼作为缓冲资源以应对未来可能出现的突发状况，保证企业的稳定经营。因此，企业面临的市场不确定性会进一步加剧退市压力对于企业国际化的抑制程度。为进一步显示市场不确定性对于退市压力的调节作用，特绘制调节效应图如图 1 所示，图 1 显示了当上市企业面临高市场不确定性时，退市压力会加剧其对企业国际化的抑制程度；当上市企业面临低市场不确定性时，退市压力对企业国际化的抑制作用不明显。

模型（5）以高管教育背景为代理变量检验了高管团队应对不确定性能力对于上市企业退市压力与企业国际化程度的调节作用。结果显示，退市压力与高管团队应对不确定性能力的交互项显著为正（$\beta=0.013$，$p<0.1$），说明高管团队应对不确定性能力的提升缓解了退市压力与国际化程度之间的负向关系，假设 H4 得到支持。这一结果表明，随着上市企业高管教育背景的提升，他们有更丰富

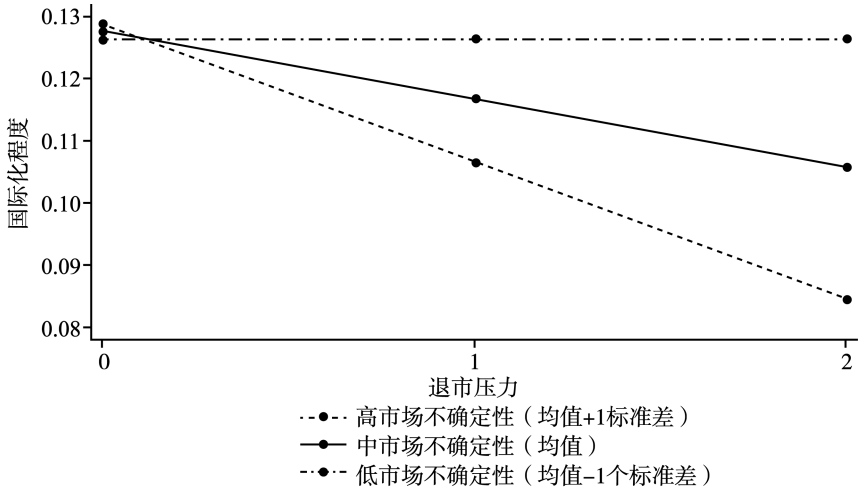

图 1　市场不确定性的调节作用

的经验知识或者更广阔的视野与关系网应对国际化进程中遇到的问题，即使当上市企业面临退市压力需要尽快提升企业业绩并避免不必要的额外损失时，拥有较高教育背景的高层管理者依然有信心应对不同层面不确定性对于企业经营的影响，有信心处理好国际化进程中出现的问题与风险，让企业在国际化进程中获利。图 2 为调节效应图，显示随着高管团队应对不确定性能力的增强，退市压力对于企业国际化的抑制作用变弱。

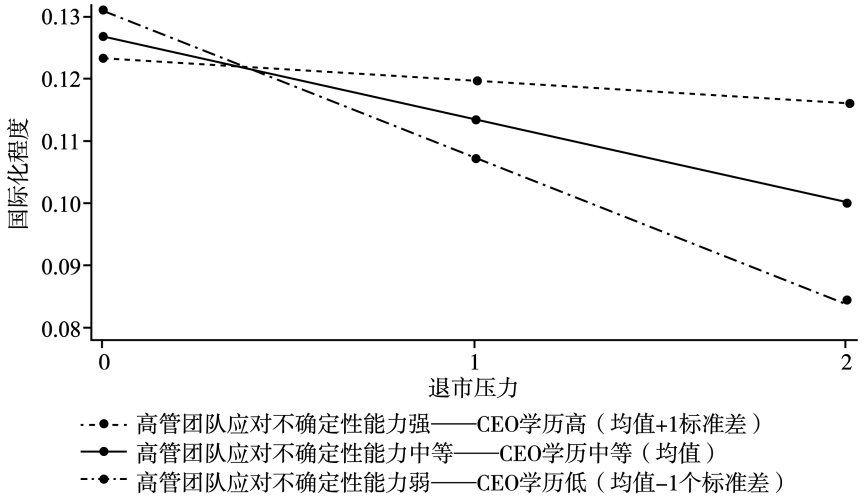

图 2　高管团队应对不确定性能力的调节作用（以高管教育背景为代理变量）

模型（6）以高管跨公司兼任董事数量为代理变量检验了高管团队应对不确定性能力对于上市企业退市压力与企业国际化程度的调节作用。结果显示，退市压力与高管团队应对不确定性能力的交互项显著为正（$\beta = 0.004$，$p<0.1$），再次证实 H4，调节效应如图 3 所示。这一结果表明，高管兼任

多个公司的董事时，其能获取大量的跨企业关键情报，并通过积累跨企业、跨市场的运营经验，提升识别风险与机遇的能力。在面对退市压力问题时，兼任多个公司董事的高管可以更好地借鉴其他企业的危机应对模式，将积极推进企业国际化作为应对压力方式。

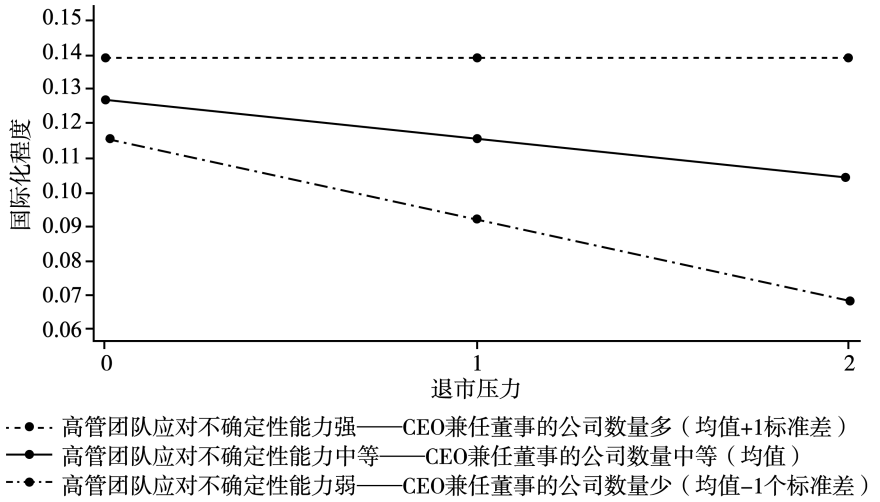

图 3　高管团队应对不确定性能力的调节作用（以高管跨公司兼任董事数量为代理变量）

4.3　内生性处理

虽然本文已经采用滞后一期回归的方式来避免反向因果的出现，但是仍不能完全排除内生性问题的存在。可能存在不可观测的因素影响企业国际化的战略选择，国际化战略也容易受到企业其他绩效因素的影响。因此，本文采用“企业上市年限”作为工具变量，并通过 2SLS 方法进行回归。本文选择“企业上市年限”作为工具变量理由如下：首先，企业上市年限长，往往面临更严格的监管与市场审视，积累的业绩压力等会转化为退市压力，故上市年限与退市压力相关；其次，企业上市年限由上市时间决定，与当下国际化战略决策无直接关联，不受企业国际化战略选择反向影响，能独立于模型扰动项，故满足工具变量的外生性要求。回归结果如表 6 模型（7）所示，上市企业退市压力依然显著负向影响企业的国际化程度，*F* 统计量远大于 Stock/Yogo 弱工具变量的临界值，即可认为该工具变量的选取是合适的。该检验说明原模型是稳健的。

面临退市压力的企业与正常经营企业之间除了财务指标存在不同之外，还可能在企业商誉等其他方面存在差异，因此，本文实证回归的结果可能受到样本选择偏差的影响。为检验上述问题，本文采用倾向得分匹配法对样本进行重新匹配。本文构建一个新的变量“退市处理”，当目标企业存在退市压力时，令“退市处理”=1，否则为 0。借鉴 Armstrong 等（2010）的方法，本文采用近邻匹配法来匹配控制组（退市处理=0）与实验组（退市处理=1）。匹配后结果如表 6 模型（8）所示。可以发现匹配后的回归结果与原结果保持一致，说明本文的研究并不存在样本选择偏差。

表 6　　**2SLS，倾向得分匹配，退市压力指标替换后的回归结果**

Variables	(7)	(8)	(9)	(10)	(11)	(12)	(13)
H1：Delisting	−329.46***	−62.18**		−15.30***	−28.97**	−0.18	−35.24**
	(55.12)	(25.52)		(5.29)	(23.64)	(7.77)	(17.45)
EPU					0.86***		
					(0.17)		
H2：Delisting×EPU					0.11		
					(0.18)		
EU						0.94	
						(0.99)	
H3：Delisting×EU						−7.96***	
						(2.97)	
Education							−4.82**
							(1.85)
H4：Delisting×Education							8.00*
							(6.67)
Age	1.03***	2.45***	1.08***	1.08***	1.08***	1.07***	1.01***
	(0.24)	(2.41)	(0.23)	(0.23)	(0.23)	(0.23)	(0.23)
Tenure	−0.01	0.14	0.08**	0.08**	0.08**	0.08**	0.08**
	(0.04)	(0.42)	(0.04)	(0.04)	(0.04)	(0.04)	(0.04)
ROA	−11.90***	−59.34	−0.30	−0.90	−0.94	−1.10	−0.94
	(3.50)	(132.20)	(2.75)	(2.75)	(2.75)	(2.75)	(2.75)
Size	−0.00*	0.01***	−0.00	−0.00	−0.00	−0.00	−0.00
	(0.00)	(0.00)	(0.00)	(0.00)	(0.00)	(0.00)	(0.00)
Institution	−0.20**	−1.18*	−0.01	−0.02	−0.02	−0.02	−0.00
	(0.08)	(0.95)	(0.07)	(0.07)	(0.07)	(0.07)	(0.07)
Equity Concentration	0.21***	0.87*	0.27***	0.26***	0.26***	0.26***	0.26***
	(0.06)	(0.62)	(0.05)	(0.05)	(0.05)	(0.05)	(0.05)
Independent	−0.03	−2.76	−0.15	−0.15	−0.15	−0.15	−0.12
	(0.27)	(2.53)	(0.25)	(0.25)	(0.25)	(0.25)	(0.25)
Finance	3.11	−167.91**	−12.04*	−11.30*	−11.12*	−10.62	−11.30*
	(7.63)	(74.97)	(6.78)	(6.79)	(6.79)	(6.79)	(6.78)
Industry Competition	−30.97**	−310.87**	−37.96***	−37.72***	−37.64***	−37.07***	−36.79***
	(13.01)	(149.89)	(12.19)	(12.19)	(12.19)	(12.19)	(12.20)

续表

Variables	（7）	（8）	（9）	（10）	（11）	（12）	（13）
Constant	128. 70***	−449. 14	−31. 78	−26. 97	−83. 95**	−25. 16	−13. 38
	（42. 90）	（359. 25）	（34. 17）	（34. 20）	（34. 94）	（34. 29）	（34. 52）
N	17776	860	17776	17776	17776	17776	17776
R-squared	0. 06	0. 36	0. 17	0. 17	0. 17	0. 17	0. 18
F	36. 76	5. 08	36. 85	36. 56	36. 23	35. 96	35. 96
Year	控制	控制	控制	控制	控制	控制	控制
Industry	控制	控制	控制	控制	控制	控制	控制

注：括号中数值为稳健的标准误。后同。

4. 4　稳健性检验

首先，针对前文把退市压力分为 0、1、2 三类，在此基础上进一步构建“退出压力”衡量指标重新进行回归：若企业连续三年以上盈利为负或连续两年以上出现净资产为负、营业收入低于 1000 万元或审计意见为否定或无法表达的任何一种情况，则为 3（Ren et al. , 2022）。回归结果如表 6 模型（9）—（13）所示。所有回归结果与原估计结果均保持一致，表明不同方式的退市压力衡量对国际化程度的影响保持稳健。

其次，本文在回归过程中对自变量、调节变量及控制变量进行了滞后处理。但是，本文在回归之前剔除了样本中存在的缺失值，出现年份之间存在较大跨度的情况。本文进一步剔除年份不连续的样本，运用上文方法重新进行回归，得到的结果如表 7 所示，所有模型的系数方向与显著程度均与原结果一致。

表 7　　剔除时间跨度较大样本后的回归结果

Variables	（14）	（15）	（16）	（17）	（18）
H1：Delisting		−13. 22**	−23. 92	−0. 059	−46. 93**
		（6. 55）	（27. 81）	（9. 54）	（20. 38）
EPU			0. 86***		
			（0. 17）		
H2：Delisting×EPU			0. 09		
			（0. 22）		
EU				0. 50	
				（1. 01）	

续表

Variables	(14)	(15)	(16)	(17)	(18)
H3：Delisting×EU				-6.96**	
				(3.65)	
Education					-5.24**
					(1.87)
H4：Delisting×Education					13.68*
					(7.86)
Age	1.05***	1.05***	1.05***	1.05***	0.97***
	(0.23)	(0.23)	(0.23)	(0.23)	(0.23)
Tenure	0.07*	0.07*	0.07*	0.07*	0.08**
	(0.04)	(0.04)	(0.04)	(0.04)	(0.04)
ROA	-0.43	-0.86	-0.88	-1.00	-0.91
	(2.77)	(2.78)	(2.78)	(2.78)	(2.78)
Size	-0.00	-0.00	-0.00	-0.00	-0.00
	(0.00)	(0.00)	(0.00)	(0.00)	(0.00)
Institution	-0.02	-0.02	-0.02	-0.02	-0.01
	(0.07)	(0.07)	(0.07)	(0.07)	(0.07)
Equity Concentration	0.26***	0.26***	0.26***	0.26***	0.25***
	(0.05)	(0.05)	(0.05)	(0.05)	(0.05)
Independent	-0.15	-0.15	-0.15	-0.15	-0.13
	(0.26)	(0.26)	(0.26)	(0.26)	(0.26)
Finance	-11.52*	-10.91	-10.80	-10.46	-10.74
	(6.91)	(6.91)	(6.92)	(6.92)	(6.92)
Industry Competition	-37.93***	-37.63***	-37.60***	-37.13***	-36.65***
	(12.40)	(12.40)	(12.40)	(12.40)	(12.40)
Constant	-27.27	-24.20	-81.01**	-23.29	-9.86
	(34.99)	(35.02)	(35.85)	(35.10)	(35.34)
N	17467	17467	17467	17467	17467
R-squared	0.174	0.174	0.174	0.175	0.175
F	36.149	35.84	35.492	35.19	35.257
Year	控制	控制	控制	控制	控制
Industry	控制	控制	控制	控制	控制

最后，本文也从控制变量角度进行了相应的稳健性检验。在企业经营过程中，企业的杠杆程度可以间接反映企业的经营状况与管理层的决策是否趋向于激进。本文将资本负债率作为杠杆程度的衡量加入回归模型，控制杠杆程度对于企业国际化的影响。回归结果依然稳健，如表 8 所示。

表 8　　增加控制变量回归结果

Variables	(19)	(20)	(21)	(22)	(23)
H1：Delisting		−14.58**	−30.13	−0.26	−46.29**
		(6.44)	(26.99)	(9.33)	(20.08)
EPU			0.86***		
			(0.17)		
H2：Delisting×EPU			0.13		
			(0.21)		
EU				0.79	
				(1.00)	
H3：Delisting×EU				−7.48**	
				(3.49)	
Education					−5.00***
					(1.85)
H4：Delisting×Education					12.86*
					(7.73)
Age	1.08***	1.08***	1.08***	1.07***	1.01***
	(0.23)	(0.23)	(0.23)	(0.23)	(0.23)
Tenure	0.08**	0.08**	0.08**	0.08**	0.08**
	(0.04)	(0.04)	(0.04)	(0.04)	(0.04)
ROA	−0.25	−0.80	−0.85	−0.95	−0.88
	(2.75)	(2.76)	(2.76)	(2.76)	(2.76)
Size	−0.00	−0.00	−0.00	−0.00	−0.00
	(0.00)	(0.00)	(0.00)	(0.00)	(0.00)
Leverage	−0.07	−0.03	−0.01	−0.04	−0.01
	(0.21)	(0.21)	(0.22)	(0.21)	(0.22)
Institution	−0.01	−0.02	−0.01	−0.02	0.000
	(0.07)	(0.07)	(0.07)	(0.07)	(0.07)
Equity Concentration	0.27***	0.26***	0.26***	0.26***	0.26***
	(0.05)	(0.05)	(0.05)	(0.05)	(0.05)

续表

Variables	(19)	(20)	(21)	(22)	(23)
Independent	−0.15	−0.15	−0.15	−0.15	−0.12
	(0.25)	(0.25)	(0.25)	(0.25)	(0.25)
Finance	−11.69*	−11.23	−11.14	−10.68	−11.25
	(6.87)	(6.88)	(6.88)	(6.89)	(6.88)
Industry Competition	−37.92***	−37.63***	−37.58***	−37.02***	−36.78***
	(12.19)	(12.19)	(12.19)	(12.19)	(12.20)
Constant	−30.53	−27.85	−85.00**	−27.03	−14.92
	(34.42)	(34.43)	(35.10)	(34.51)	(34.73)
N	17776	17776	17776	17776	17776
R-squared	0.174	0.174	0.174	0.175	0.175
F	36.486	36.19	35.844	35.551	35.597
Year	控制	控制	控制	控制	控制
Industry	控制	控制	控制	控制	控制

5. 结论与讨论

本研究旨在探讨，在中国这一特殊的企业上市制度下，退市压力的存在是否会对上市企业的国际化程度产生影响，也就是说，上市企业的国际化战略模仿同构行为是否会受到母国内部退市压力的强制同构制约，在面临冲突的制度压力时优先应对强制同构压力。

本文采用2003—2020年中国沪深A股上市企业的面板数据，对上述问题进行了实证检验与分析，结果显示：(1) 面临退市压力的中国上市企业确实会降低它们的国际化程度；(2) 市场不确定性的增加会加剧这种负向作用；(3) 随着企业高管团队应对不确定性能力的提升，退市压力对于上市企业国际化程度的负面影响会得到显著缓解。

本文的研究贡献主要包括：(1) 本文结合中国不同时期的上市企业退市制度，构造了企业退市压力衡量方法，并实证检验了企业面临的退市压力与企业国际化程度之间的负向关系。(2) 本文基于制度理论中两种压力并存且冲突情况下的制度复杂性理论，对研究结论给予了良好的机制解释。这一制度压力冲突机制支持了上市企业注册制全面实施的紧迫性与适配性。(3) 本文检验证实了企业面临的市场不确定性和企业高管团队应对不确定性能力对于退市压力具有显著的调节效应，为中国上市企业的战略决策提供了理论解释和实证依据。

本文的研究局限在于，首先，本文重点研究的是中国核准制情境下特殊的退市制度对于企业国际化的影响，这种影响在其他国家是否会有所不同，有待未来的研究继续探讨。其次，除了企业面

临的不确定性及高管团队应对不确定性的能力外，还存在其他内外部因素影响企业在退市压力下的战略决策，未来的研究可以扩充相关的研究范围。再次，本文仅仅考察了高管团队应对不确定性的能力，也只关注了其中 CEO 教育背景的作用，然而上市企业高管团队应对不确定性的能力还可能受到其他多种因素影响，且其他高层管理者的能力也可帮助企业有效应对不确定性，未来的研究可以对相关能力进行更深入的研究。最后，本文仅沿用之前研究基于会计指标的方法对退市压力进行衡量，伴随着退市制度的逐步完善，退市指标越来越全面，包括财务与非财务指标，未来的研究可以采用更为多维的指标，对企业的退市压力进行更为精确的度量。

◎ 参考文献

[1] 陈立敏，刘静雅，张世蕾．模仿同构对企业国际化-绩效关系的影响——基于制度理论正当性视角的实证研究［J］．中国工业经济，2016（9）．
[2] 陈选娟，安郁强，林宏妹．借壳预期与上市公司壳资源价值［J］．经济管理，2019，41（12）．
[3] 赖黎，蓝春丹，秦明春．市场化改革提升了定价效率吗？——来自注册制的证据［J］．管理世界，2022，38（4）．
[4] 林乐，郑登津．退市监管与股价崩盘风险［J］．中国工业经济，2016（12）．
[5] 林勇，周妍巧．高层管理者的教育背景与公司绩效——基于创业板数据的实证检验［J］．中南大学学报：社会科学版，2011，17（5）．
[6] 欧锦文，王安生，叶文平．持续性绩效期望落差与 OFDI——基于威胁刚性理论视角［J］．南方经济，2021（12）．
[7] 屈源育，沈涛，吴卫星．壳溢价．错误定价还是管制风险？［J］．金融研究，2018（3）．
[8] 饶品贵，岳衡，姜国华．经济政策不确定性与企业投资行为研究［J］．世界经济，2017（2）．
[9] 王鹤菲，陈浩，邱志刚．中国 A 股壳资源与小市值效应——基于资产重组视角［J］．财经科学，2019（11）．
[10] 吴崇，陈美花．焦点同构和领先者模仿的进入模式促进企业创新绩效吗［J］．国际商务（对外经济贸易大学学报），2021（5）．
[11] 谢恩，傅宇，李垣，陈方，井润田，鞠建东，李平，李新春，路江涌，武常岐，魏江，杨白寅，张玉利．国际秩序演化下的中国企业全球化［J］．管理科学学报，2021，24（8）．
[12] 张光利，钱先航，许进．经济政策不确定性能够影响企业现金持有行为吗？［J］．管理评论，2017，29（9）．
[13] Abrahamson E.，Rosenkopf L. Institutional and competitive bandwagons：Using mathematical modeling as a tool to explore innovation diffusion［J］. Academy of Management Review，1993，18（3）．
[14] Armstrong C.，Jagolinzer A.，Larcker D. Chief executive officer equity incentives and accounting irregularities［J］. Journal of Accounting Research，2010，48（2）．
[15] Baker，S.，Bloom，N.，Davis，S. Has economic policy uncertainty hampered the recovery？［M］. Palo Alto：Hoover Institute Press，2013.

[16] Baker, S., Bloom, N., Davis, S. Measuring economic policy uncertainty [J]. The Quarterly Journal of Economics, 2016, 131 (4).

[17] Baum, M., Schwens, C., Kabst, R. A latent class analysis of small firms' internationalization patterns [J]. Journal of World Business, 2015, 50 (4).

[18] Bortolon, P., Junior, Silva, A. Deslistagem de companhias brasileiras listadas na bolsa de valores: Evidências empíricas sobre a governança corporativa [J]. Brazilian Business Review, 2015, 12.

[19] Cheng, J., Kesner, I. Organizational slack and response to environmental shifts: The impact of resource allocation patterns [J]. Journal of Management, 1997, 23 (1).

[20] DiMaggio, P., Powell, W. The iron cage revisited: Institutional isomorphism and collective rationality in organizational fields [J]. American Sociological Review, 1983, 48 (2).

[21] Ghosh, D., Olsen, L. Environmental uncertainty and managers' use of discretionary accruals [J]. Accounting, Organizations and Society, 2009, 34 (2).

[22] Greenwood, R., Díaz, A., Li, S., Lorente, J. The multiplicity of institutional logics and the heterogeneity of organizational responses [J]. Organization Science, 2010, 21 (2).

[23] Greenwood, R., Raynard, M., Kodeih, F., Micelotta, E. R., Lounsbury, M. Institutional complexity and organizational responses [J]. Academy of Management Annals, 2011, 5 (1).

[24] Gulen, H., Ion, M. Policy uncertainty and corporate investment [J]. The Review of Financial Studies, 2016, 29 (3).

[25] Hambrick, D., Mason, P. Upper echelons: The organization as a reflection of its top managers [J]. Academy of Management Review, 1984, 9 (2).

[26] Hambrick, D. C. Upper echelons theory: An update [J]. Academy of Management Review, 2007, 32 (2).

[27] Haveman H. Follow the leader: Mimetic isomorphism and entry into new markets [J]. Administrative Science Quarterly, 1993, 38 (4).

[28] Hilmersson, M., Sandberg, S., Pourmand Hilmersson, F. Political knowledge, political turbulence and uncertainty in the internationalization process of SMEs [J]. European Business Review, 2015, 27 (3).

[29] Huang, Y., Luk, P. Measuring economic policy uncertainty in China [J]. China Economic Review, 2020, 59.

[30] Kostova, T., Roth, K., Dacin, M. Institutional theory in the study of multinational corporations: A critique and new directions [J]. Academy of Management Review, 2008, 33 (4).

[31] Li, F., Ding, D. The effect of institutional isomorphic pressure on the internationalization of firms in an emerging economy: Evidence from China [J]. Asia Pacific Business Review, 2013, 19 (4).

[32] Lieberman, M., Asaba, S. Why do firms imitate each other? [J]. Academy of Management Review, 2006, 31 (2).

[33] Lin, W. How do managers decide on internationalization processes? The role of organizational slack

and performance feedback [J]. Journal of World Business, 2014, 49 (3).

[34] March, J. G., Shapira Z. Managerial perspectives on risk and risk taking [J]. Management Science, 1987, 33 (11).

[35] March, J. G., Shapira Z. Variable risk preferences and the focus of attention [J]. Psychological Review, 1992, 99 (1).

[36] Meyer, J., Rowan, B. Institutionalized organizations: Formal structure as myth and ceremony [J]. American Journal of Sociology, 1977, 83 (2).

[37] Moreira, K., Oliveira, J., Peixoto, F., Pereira, V. Ownership structure and internationalization: Agency problems and delisting in Brazil [J]. Revista de Administração Mackenzie, 2017, 18 (4).

[38] Nielsen, B., Nielsen, S. The role of top management team international orientation in international strategic decision-making: The choice of foreign entry mode [J]. Journal of World Business, 2011, 46 (2).

[39] Oliver, C. Sustainable competitive advantage: Combining institutional and resource-based views [J]. Strategic Management Journal, 1997, 18 (9).

[40] Ren, L., Zhong, X., Wan, L. Defending the shell: Differential effects of delisting pressure on R&D intensity and bribery expenditure [J]. Review of Managerial Science, 2022, 16 (5).

[41] Staw, B. M., Sandelands, L. E., Dutton, J. E. Threat rigidity effects in organizational behavior: A multilevel analysis [J]. Administrative Science Quarterly, 1981, 26 (4).

[42] Suchman, M. Managing legitimacy: Strategic and institutional approaches [J]. Academy of Management Review, 1995, 20 (3).

[43] Tihanyi, L., Ellstrand, A., Daily, C., Dalton, D. Composition of the top management team and firm international diversification [J]. Journal of Management, 2000, 26 (6).

[44] Uzkurt, C., Kumar, R., Kimzan, H., Sert, H. The impact of environmental uncertainty dimensions on organisational innovativeness: An empirical study on SMEs [J]. International Journal of Innovation Management, 2012, 16 (2).

[45] Zhou, Y. A comparative study of China and the US delisting system [J]. American Journal of Industrial and Business Management, 2017, 7 (7).

Effects of Delisting Pressure on Chinese Firms' Internationalization

Chen Limin[1,2]　Zhang Haiyu[1]　Chen Xuehua[3]

(1 Economics and Management School, Wuhan University, Wuhan, 430072;

2 Centre for Global Strategy Research, Wuhan University, Wuhan, 430072;

3 School of Business Administration, Zhongnan University of Economics and Law, Wuhan, 430073)

Abstract: International operation has become one of the most common choices of expansion strategies for Chinese enterprises, and successful global strategies often lead to mimetic isomorphism among peer enterprises. However, when enterprises face more urgent coercive isomorphism pressure-such as delisting

pressure, will they adjust their original internationalization strategy and slow down their outward expansion? Based on the unique delisting system of listed companies in China, we apply the panel data of listed companies in Shanghai and Shenzhen from 2003 to 2020, and empirically tests the relationship between delisting pressure and internationalization degree of Chinese listed companies. The results show that (1) delisting pressure will make listed companies reduce risk-taking and lower their internationalization degree in order to maintain the valuable "shell" resources. In other words, Chinese listing enterprises will give priority to coping with coercive isomorphism pressure when facing conflicting institutional pressures. On this basis, we further study the impact of the uncertainty faced by enterprises and their own ability to cope with uncertainty on the above-mentioned delisting pressure-internationalization degree relationship. The results show that (2) market uncertainty aggravates the negative effect of delisting pressure on internationalization degree of listed companies, while the ability of listed companies to cope with uncertainty can effectively alleviate the negative impact of delisting pressure on internationalization degree. This paper explains how the influence resulting from coercive isomorphism pressure of domestic delisting is greater than the mimetic isomorphism pressure of global expansion, leading to the mechanism that affects the listed companies' strategies based on institutional theory, contributing to the theory of institutional complexity where two coexisting and conflicting pressures exist. We also clarify the moderating mechanism of market uncertainty, economic policy uncertainty and enterprise's ability to cope with uncertainty on the relationship between "pacify interior" and "explore exterior".

Key words: Delisting pressure; Internationalization; Chinese listing enterprises; Institutional theory; Institutional complexity

责任编辑：路小静