

高管海外经历与企业跨国并购

——基于动因视角的研究

张继德, 张家轩

(北京工商大学 商学院, 北京 100048)

[摘要]以2009—2018年我国沪深两市进行跨国并购的上市公司为研究样本,利用多元回归模型对高管海外经历与跨国并购之间的关系进行实证检验。研究表明:高管海外经历有助于提升所在企业的跨国并购意愿,这一结论经过多种稳健性检验后仍然成立;海外经历高管所在企业的跨国并购行为并非是高管的自利行为,而是为提高企业业绩的利他行为,这一结论支持了烙印理论。研究结论既丰富和拓展了高层梯队理论的相关文献,又对企业通过跨国并购实现资源优化配置和践行“一带一路”倡议具有现实的指导意义。

[关键词]高管海外经历;跨国并购;烙印理论;堑壕假说;投资效率;企业效率;企业规模

[中图分类号]F272.91;F125 **[文献标志码]**A **[文章编号]**1004-4833(2022)05-0075-09

一、引言

随着我国经济实力和国际影响力的逐步提升,企业参与全球资源配置与整合的需求与日俱增,尤其是在“一带一路”倡议背景下,“走出去”已然成为企业开拓国际市场、突破发展瓶颈的重要途径。《2018年中国对外直接投资报告》显示,中国对外直接投资流量1430.4亿美元,跃居全球第二。并购浪潮蓬勃兴起,且成为理论界的研究热点,对此,现有文献主要从政治关系、文化差异、组织冲突等视角展开了对企业跨国并购的相关研究,并取得了一系列研究成果,但鲜有研究从战略决策的制定主体——高管层面展开具体分析。自Hambrick等人提出高层梯队理论以来^[1],涌现出许多以高管背景特征为切入点的具体研究^[2]。

跨国并购作为企业的一项重大战略决策,也是企业高管的一项重要任务,而这项重任通常会落到海归高管的肩上。那么,高管海外经历这一背景特征是否会影响企业跨国并购决策的制定呢?对此,现有研究分别从烙印理论和堑壕假说两个角度进行了论证。基于烙印理论,高管的海外任职或学习经历影响高管的认知结构、经验技能及知识体系,塑造了其与国际环境相匹配的特征,留下了难以改变的“烙印”,影响着企业的并购决策,有助于提高其所在企业参与跨国并购的意愿。另外,受不同思想文化的影响,海外经历高管通常拥有开阔的眼界、完善的知识结构,认知也往往更具远见卓识,有助于减少因盲目投资、管理不善诱发的过度投资行为,进而改善企业业绩。与烙印理论不同,堑壕假说则认为,高管海外经历对企业跨国并购决策的影响并非出于对国际化经营理念的认同,而是基于个人私利,为防止职位替换和自身利益损失,通过开展跨国并购活动将企业现有业务多样化到其具有管理优势的领域,实现自身效益而非股东利益最大化,从而诱发过度投资行为,导致企业业绩的减损。综上,本文的研究将集中探讨高管海外经历是否会影响其所在企业的跨国并购意愿,并以其对高管私有收益、投资决策及企业业绩的影响来判断是烙印理论还是堑壕假说更适合解释两者之间的关系,以探究其影响动因。

鉴于此,本文以2009—2018年我国沪深两市A股上市公司海外并购事件作为研究样本,考察高管海外经历对其所任职企业跨国并购行为的影响。本文的可能创新和边际贡献主要体现在三个方面:第一,从企业跨国并购视角丰富了高阶梯队理论的相关研究。现有文献主要关注高管能力、年龄、学历等背景特征对企业经营决策的影响^[3],本文通过研究高管海外经历对企业跨国并购决策的影响,对相关文献进行了补充。第二,从跨国并购

[收稿日期]2022-03-18

[基金项目]国家社会科学基金项目(18BLG064);国家社会科学基金重大项目(14ZDA027);国家社会科学基金重点项目(14AJY005)

[作者简介]张继德(1969—),男,山东潍坊人,北京工商大学商学院教授,博士生导师,从事公司治理、内部控制、基于信息化的财务管理研究, E-mail: zhangjide66@sina.com;张家轩(1997—),男,山东潍坊人,北京工商大学商学院硕士研究生,从事公司治理研究。

的决策主体这一微观个体视角,拓展了跨国并购的相关文献。跨国并购作为企业重要的经营决策,现有文献主要围绕制度环境、政治关系等宏观视角研究企业的跨国并购决策,本文从微观层面入手,探究高管海外经历对其所在企业跨国并购意愿的影响。此外,以往研究并没有过多探究拥有海外经历的高管进行跨国并购的动因,本文通过高管进行跨国并购的自利动因和利他动因的实证检验发现,高管并非出于自利因素进行跨国并购行为,印证了烙印理论是解释高管海外经历影响跨国并购意愿的重要动因,丰富和拓展了跨国并购影响因素以及经济后果的理论研究。第三,人才对于企业发展和国家经济增长来说至关重要,通过研究发现,海归高管能够显著提高企业跨国并购意愿、改善企业业绩,这为政府、企业实施海外人才引进策略提供了重要参考。另外,随着“一带一路”倡议的不断推进,跨国并购已然成为我国企业实施全球经营战略、资源整合的重要方式,而本文的研究结论可以为企业更好地开展跨国并购活动和提高国际化水平提供有益指导。

二、文献综述

自 Hambrick 等人提出高阶梯队理论以来^[1],高管背景特征受到越来越多专家学者的关注。学者们扩大了对高管海外经历这一背景特征经济效果的探究,且研究主要集中在投资行为、创新发展以及国际化经营等方面。首先,高管通过海外学习、工作等方式接触到了不同的文化、制度,使其能够重新审视自身行为和价值观念,更加关注企业的长远发展^[4],影响企业投资行为。张尧研究发现,海外经历高管对企业的对外直接投资具有显著的正向影响^[5]。许家云研究发现,拥有海外经历的高管既具有出口拉动效应,又起到提升企业出口竞争力的作用^[6]。Hu 等研究发现,拥有海外经验的管理者能更好地获取高质量的信息^[7]。在此基础上,杨娜等以海外并购的后续等待时间为切入点研究发现,海外经历高管能够显著缩短企业海外并购的后续等待时间^[8]。由此可见,海外经历高管可以影响企业投资行为及投资效率^[9]。其次,海外学习与工作经历既能使高管充分意识到创新发展的重要性,又能培养其先进的创新意识,显著提高其所在企业的创新投入,增加企业的创新成果,促进企业的创新发展^[10-13]。最后,随着经济全球化的不断推进与发展,企业对于国际市场的需求与日俱增,而高管的海外背景特征必将在推动企业的全球化发展进程中发挥重要作用。贺小社等研究发现,高管团队的海外经历是推进企业国际化的重要影响因素,在推动企业国际化进程的同时,也在一定程度上改善了企业经营绩效^[14-15]。

跨国并购是企业的重大战略选择,也是中国实施“走出去”的战略选择,实施跨国并购的动因和绩效研究也成为学者们的关注点。首先,企业实施跨国并购必然存在行为动机,刘青等发现我国企业的跨国并购存在寻求市场的特性^[16],宋林等认为跨国并购行为存在市场、资源、战略资产和技术四类动因^[17]。黎平海等认为,企业进行跨国并购既受到国际经济形势等宏观因素的影响,也受到企业实现经营协同和获取战略性资产等微观因素的影响^[18]。其次,跨国并购在实施的过程中,并购双方文化差异越小,并购后的绩效往往越好^[19-22],而拥有海外经历的高管自然对国外所生活或学习的地域文化更为了解,更有可能推动企业进行海外并购,并购后企业绩效可能会更好。最后,公司治理也会对企业跨国并购绩效产生一定影响,国有企业的品牌优势、技术支持等无形资产会帮助其在实施跨国并购后获得更好的绩效^[23]。Masulis 等和刘柏等研究发现,拥有外国独董的企业其并购绩效也会更好,而过度自信的董事往往会降低企业的跨国并购绩效^[24-25]。

基于上述分析,本文试图将高管的海外经历与企业的跨国并购联系起来,通过揭示海外经历高管对所在企业跨国并购意愿的影响,探索高管海外经历对跨国并购的影响机制,并进一步探究高管海外经历背景特征对企业经营发展的影响,从而为企业跨国并购决策提供借鉴和参考。

三、理论分析与研究假设

(一) 高管海外经历对企业跨国并购的影响

Hambrick 的高阶梯队理论认为,高管的认知基础和行为表现是从其个人背景特征演化而来的,海外经历作为高管的一项重要背景特征,受到不同文化、制度环境的影响,必将会对企业战略决策、行为选择和组织绩效产生重大影响^[1]。本文试图通过堑壕假说和烙印理论分析高管海外经历这一背景特征对企业跨国并购决策的影响。

堑壕假说认为,管理者存在实施某种决策以获得薪酬增长和权力扩张等私人收益的动机。与本土高管相比,拥有海外经历的高管通常能够形成独特的海外社交网络,拥有更多的社会资本优势,可以克服企业在海外经

营中所面临的“外来者劣势”，更有机会通过跨国并购决策来建造自己的商业帝国，谋求私人利益。一方面，高管为了稳固自己的职位，可能会将并购决策向自己具有优势的方向靠拢，即进行海外并购^[26]。多数海外经历高管曾在发达国家或地区学习或工作过，对国外的经营模式、文化理念的认识与理解往往更为深刻，所以海外经历高管在进行跨国并购时可能会扮演并购决策中必不可少的角色，从而稳固职位，甚至获得潜在加官晋爵的可能。另一方面，高管天然具有获得高薪的欲望，并购也成为我国上市公司高管谋求个人高额薪酬或高额在职消费的机会主义行为^[27]，为了获取私利，海外经历高管有动机将手伸向跨国并购决策，从而有助于提高自身薪酬。基于堑壕假说，相较于没有海外经历的高管，拥有海外经历的高管天然具有国外的人力资本和社会资本优势，对国外的制度、市场和社会等信息更为了解，更有可能通过跨国并购决策谋取私利。

基于生物学中的烙印理论，在个体发展过程中，环境特征会对个体产生重大影响，形成与特定环境相匹配的个体特征并将持续影响个体行为。海外经历高管通常具有完善的知识结构、专业的管理技能以及长远的发展理念，有助于提升所在企业的跨国并购意愿。一方面，高管通过海外工作或学习能够系统地掌握先进的理论知识，形成完善的知识结构和专业的管理技能，这使得高管对于自身应对风险、管理复杂业务的能力更加自信^[28]。另一方面，高管通过海外学习与工作经历积累了更加丰富的实践经验。与本土高管相比，海外经历高管的管理能力更强，能够更好地解决复杂的经营问题^[13]，缓解企业在跨国并购经营过程中因境外市场环境的不确定性以及文化差异而造成的未知恐慌，同时能够敏锐地感知到海外市场经营环境的变化，从而准确地识别和抓住国际化的机会。此外，拥有海外经历的高管对海外事情的认知也比本土高管更为准确，他们能及时获取所需信息，识别海外投资中的风险，并尽可能地控制和降低风险，促进海外投资活动的顺利开展。另外，海外经历高管对语言的通晓、知识的掌握能够帮助企业改善与海外市场的沟通交流，降低贸易壁垒、交易成本，提高企业参与国际化经营的意愿。基于烙印理论，高管通过海外工作或学习接触到全新的制度、文化，塑造了其在认知、能力等方面与海外环境相匹配的特征^[29]，并对企业的经营决策产生了重大影响。

基于上述两种理论，本文认为高管海外经历能够为中国企业的国际化进程注入新的动力，积极推动企业跨国并购决策的实施。因此，本文提出如下假设：

假设1：相较于本土高管，拥有海外经历高管的企业更愿意开展跨国并购活动。

（二）高管海外经历影响企业跨国并购的动因

基于前文分析，海外经历高管开阔的国际视野和专业的管理技能增强了所在企业跨国并购的意愿，但从高管个体的视角来看，他们进行跨国并购的动因又是什么？是利用海外经历优势，挖掘堑壕进行商业帝国的建造，谋求个人职位稳固和高额薪酬，并由此损害公司业绩，还是利用经历优势，通过海外并购提升公司业绩？

1. 高管自利视角下的堑壕假说与烙印理论解释

为了防止职位替换和利益损失，高管在制定经营决策时有动机将业务多样化到其具有管理优势的领域，通过体现自身专长和不可替代性来谋求个人职位稳固和高额薪酬，从而实现自身效用最大化而非股东权益最大化。基于代理理论，海外经历高管存在为谋求私有收益而发起跨国并购的动机，即使所实施的决策可能会造成股东价值的减损。一方面，跨国并购业务的开展将会扩大企业日常经营规模和提高日常经营的复杂性，而高管薪酬通常又与经营规模、经营复杂性等指标相关，由此并购已成为高管增加薪酬的一条捷径。另一方面，随着经营规模的扩大、经营复杂性的提高，在一定程度上弱化了企业内外部的监督管理能力，从而诱发了高管谋求私有收益的机会主义动机^[30]。尤其是当管理者与所有者出现利益冲突时，海外经历高管倾向于通过开展跨国并购业务来谋求高额薪酬并增加替换成本，降低离职风险^[31]。综合上述分析，本文认为并购活动会使得更少的高管离职，且并购后能够获得更大的永久性薪酬增长。

基于认知烙印理论，海外工作或学习经历会影响个体的价值观和认知结构，并对其随后的行为产生极大影响。一方面，高管海外经历多集中于管理和技术水平较高的欧美等发达国家，而海外发达国家通常拥有完善的法律制度、严格的市场监管以及高效的契约执行率，高管通过工作或学习经历对此有着切身体会，因此在决策时会更加关注企业的长期发展，降低追逐私有收益的动机。另一方面，受到不同文化、制度环境的影响，海外经历高管能够经常反思自己、价值观念^[31]，并能监督和约束自己，提高企业会计信息质量，缓解管理者与所有者之间的代理冲突，抑制高管基于私有收益的跨国并购行为^[9]。

基于上述分析，本文提出如下对立假设：

假设 2a: 如果堑壕假说动因成立, 海外经历高管实施的跨国并购决策应有助于其获得更高个人薪酬和降低个人离职风险。

假设 2b: 如果烙印理论动因成立, 海外经历高管实施的跨国并购决策不应有助于其获得更高个人薪酬和降低个人离职风险。

2. 高管利他视角下的堑壕假说与烙印理论解释

基于管理者权力理论, 高管权力越大, 其越有能力制定基于私有收益的跨国并购决策, 从而降低企业的投资效率, 造成企业业绩的减损。一方面, 通过跨国并购业务, 企业经营规模得以迅速扩大, 管理者可控资源增多, 这为其追逐私有收益提供了便利。权力较大的高管实施大规模并购以获取私有收益的动机更强, 但私有收益推动下的跨国并购业务往往是过度投资行为, 在降低企业投资效率的同时, 也会在一定程度上损害股东利益。另一方面, 随着并购业务的开展, 公司的经营规模将会不断扩大, 在一定程度上弱化了内部与外部的监督和评估能力, 增大了高管的经营决策权^[32]。相应地, 自利高管的权力越大, 越有利于其制定符合自身利益最大化的经营决策, 这会使得公司战略逐步脱离主流, 愈加偏向风险性, 导致企业的过度投资行为大大增加, 损害企业业绩。

基于能力烙印理论, 海外经历高管通常具备较强的管理能力, 能更好地处理复杂问题, 改善企业投资效率和经营业绩。首先, 海归高管丰富的科学知识、专业的管理技能使其在分析问题能充分挖掘数据资料, 提炼有价值的决策信息, 为企业经营决策提供科学合理的依据, 减少因盲目投资和管理不善而诱发的过度投资行为, 进而提高投资效率。其次, 高管海外经历积累的经验与技能, 通过在不同经营情境中进行迁移得以巩固和提高, 并最终形成较为完善的知识结构和较强的管理能力, 进而提高企业的治理水平, 改善企业经营环境, 提高投资效率。最后, 海外经历高管丰富的海外经验能够帮助企业积极应对复杂多变的海外市场环境, 降低并购风险, 从而保证企业跨国并购业务的顺利开展^[33], 促进企业的全面发展和业绩改善。

基于上述分析, 本文提出如下对立假设:

假设 3a: 如果堑壕假说动因成立, 海外经历高管所在企业的跨国并购更可能是过度投资, 并由此降低并购后的企业业绩。

假设 3b: 如果烙印理论动因成立, 海外经历高管所在企业的跨国并购更不会是过度投资, 并有助于提升并购后的企业业绩。

四、研究设计

(一) 数据来源及处理

本文研究所需的海外并购数据来自 Zephyr 全球并购数据库、SDC Platinum 全球并购数据库, 上市公司数据来自 CSMAR 数据库。本文整理出 2009—2018 年并购方为中国境内企业的海外并购记录, 并将两大数据库根据企业名录进行匹配, 得到了我国上市公司的海外并购数据, 共 1331 个观测值。在此基础上, 本文进一步通过以下标准对初始样本进行筛选: (1) 剔除金融、保险类上市公司; (2) 剔除相关数据信息不完整的上市公司; (3) 剔除 ST 及 *ST 公司。经过筛选和处理, 本文最终获得 1109 个观测值。为了消除异常值的影响, 本文对主要连续变量均在 1% 和 99% 分位数上进行 Winsorize 处理。

(二) 变量选择和度量

1. 跨国并购

为了全面反映企业跨国并购行为, 本文借鉴陈仕华等、赖黎等的做法^[34-35], 采用两种方式来衡量企业的跨国并购。(1) 并购意愿: 以上市公司跨国并购数量来度量, 具体为同一年度内上市公司发起跨国并购数量合计数的自然对数; (2) 并购规模: 以上市公司跨国并购投入金额来度量, 具体为同一年度内上市公司发起跨国并购金额总数的自然对数。

2. 高管海外经历

关于高管海外经历的度量, 本文借鉴林川和张思璨、周中胜等、杜勇等的做法^[36-38], 设置高管海外经历哑变量, 当高管具有海外经历时赋值为 1, 否则为 0。

3. 高管开展海外并购的自利动因

随着跨国并购活动的开展, 企业经营规模迅速扩大, 经营难度随之增大, 进而带动了管理人员薪酬的增加。

同时,复杂的并购活动使得高管的管理能力以及努力程度难以量化,降低了高管职位变更的可能性。鉴于此,本文将从高管薪酬、职位变更两个角度来衡量海外并购的自利动因。

(1) 高管薪酬。本文以上市公司年报中披露的高管薪酬数据为基础,只选取具有海外经历高管的薪酬总额的自然对数作为衡量高管薪酬的指标,高管团队中无人具有海外经历时取值为 0。

(2) 高管变更。借鉴张琛和刘想的做法^[39],本文将高管变更区分为正常变更和不正常变更,其中退休、任期届满、控股权变动、健康、完善公司法人治理机构、涉案、结束代理这 7 种变更为正常变更,而工作调动、辞职、解聘、个人原因这 4 种变更为不正常变更。当海外经历高管发生不正常变更时,取值为 1,反之取值为 0。

4. 高管开展海外并购的利他动因

(1) 投资效率

本文参考 Richardson 模型^[40]来测度企业过度投资行为。

$$Inv_t = \beta_0 + \beta_1 Growth_{t-1} + \beta_2 Lev_{t-1} + \beta_3 Cash_{t-1} + \beta_4 ListAge_{t-1} + \beta_5 Size_{t-1} + \beta_6 Ret_{t-1} + \beta_7 Inv_{t-1} + \sum Year + \sum Industry + \varepsilon_{t-1}$$

我们利用模型测算出公司预期投资水平,用实际投资水平减去预期投资水平即为异常投资水平,即非效率投资水平,其中残差大于 0 的部分即为过度投资。

(2) 企业业绩

借鉴周中胜等的方法^[37],本文采用并购完成公告日后一年与宣布并购公告日前一年的总资产收益率的差值来衡量公司并购前后的业绩变化。

5. 控制变量

本文选取的控制变量有:(1) 公司层面特征变量,包括公司规模 *Size*、财务杠杆 *Lev*、资本密集度 *Lcapins*、营业收入增长率 *Growth*、上市年限 *LON*、产权性质 *Private*;(2) 公司治理层面特征变量,包括高管团队规模 *Team*、董事会人数 *Board*、独立董事比例 *Indep*。

各变量的具体定义详见表 1。

(三) 模型设定

1. 高管海外经历影响企业跨国并购意愿的检验模型

本文将从跨国并购数量和并购金额两个角度来检验高管海外经历对企业跨国并购意愿的影响,并建立如下模型:

$$Number_{it}/Value_{it} = \beta_0 + \beta_1 Oversea_{it-1} + \sum Controls + \varepsilon_{t-1} \quad (1)$$

在模型(1)中,被解释变量为并购方 *i* 在 *t* 时点上并购数量、并购金额的自然对数,用以度量主并企业的并购意愿,在相同时间内发生的并购数量和并购金额越大,则表明企业具有越强的并购意愿。解释变量为高管海外经历 (*Oversea*),如果高管海外经历的回归系数 β_1 显著为正,则意味着高管海外经历有助于提升企业跨国并购意愿,即假设 1 得到支持。在变量期间的选择上,一方面,为了消除高管海外经历与企业跨国并购意愿之间潜在的内生性问题;另一方面,从企业并购决策实践来看,并购决策的制定及执行可能需要较长时间,因此本文对解释变量和控制变量都采用滞后一期的数据。此外, *Controls* 为一系列控制变量。

2. 海外经历高管开展跨国并购的动因检验模型

(1) 海外经历高管开展跨国并购的自利动因检验模型

为了对海外经历高管开展跨国并购的自利动因进行检验,本文构建如下模型:

$$lnpay_{it}/MT_{it} = \beta_0 + \beta_1 Oversea_{it-1} + \beta_2 (Oversea_{it-1} \times Period_{it}) + \beta_3 Period_{it} + \sum Controls + \varepsilon_{t-1} \quad (2)$$

表 1 变量定义

变量名称	变量符号	变量定义
跨国并购	<i>Number</i>	公司实施跨国并购数量的自然对数
	<i>Value</i>	公司实施跨国并购金额的自然对数
自利动因	<i>lnpay</i>	高管薪酬前三名总额的自然对数
	<i>MT</i>	高管职位发生变更取值为 1,否则为 0
他利动因	<i>Overinv</i>	过度投资,参考 Richardson 过度投资模型 ^[40] 计算
	ΔROA	并购完成后一年与并购公告前一年的净资产收益率之差
高管海外经历	<i>Oversea</i>	企业高管团队中有海外经历的高管取值为 1,否则为 0
公司规模	<i>Size</i>	年末资产总额的自然对数
财务杠杆	<i>Lev</i>	年末负债总额/年末资产总额
资本密集度	<i>Lcapins</i>	年度固定资产均值与员工人数均值之比的自然对数
上市年限	<i>LON</i>	数据年度与上市年度之差的自然对数
营业收入增长率	<i>Growth</i>	(本期营业收入 - 上期营业收入)/上期营业收入
产权性质	<i>Private</i>	非国有企业取值为 1,国有企业取值 0
高管团队规模	<i>Team</i>	高管团队人数
董事会规模	<i>Board</i>	董事会人数
独立董事比例	<i>Indep</i>	独立董事人数/董事人数

在模型(2)中,被解释变量为企业高管的私有收益,基于堑壕假说理论,企业发起的跨国并购已成为高管谋求个人职位稳固和高额薪酬等私有收益的机会主义行为^[30]。鉴于此,私有收益将分别从高管薪酬和高管变更双重视角进行度量。*Period*为期间哑变量,企业发生跨国并购之后的年度取值为1,之前的年度取值为0。在回归分析中,当被解释变量为高管薪酬(*lnpay*)时,若*Oversea*与*Period*交乘项的回归系数 β_2 显著为正,则说明在实施跨国并购之后,海外经历高管获得了显著更高的薪酬。当被解释变量为高管变更(*MT*)时,若*Oversea*与*Period*交乘项的回归系数 β_2 显著为负,则说明在实施跨国并购之后,海外经历高管的职位更加稳固。*Controls*为一系列控制变量,各变量的具体定义及度量方法见表1。

(2) 海外经历高管开展跨国并购的利他动因检验模型

为了对海外经历高管开展跨国并购的利他动因进行检验,本文构建如下回归模型:

$$Overinv_{it} = \beta_0 + \beta_1 Oversea_{it-1} + \beta_2 (Oversea_{it-1} \times Period_{it}) + \beta_3 Period_{it} + \sum Controls + \varepsilon_{t-1} \quad (3)$$

$$\Delta ROA = \beta_0 + \beta_1 Oversea_{it-1} + \sum Controls + \varepsilon_{t-1} \quad (4)$$

在模型(3)和模型(4)中,被解释变量为过度投资和企业业绩变化,基于烙印理论,海归高管丰富的科学知识、专业管理技能有助于减少因盲目投资和管理不善诱发的过度投资行为,并改善企业业绩。在实证检验中,当被解释变量为过度投资(*Overinv*)时,若*Oversea*与*Period*交乘项的系数显著为负,则说明海外经历高管所在企业的跨国并购业务不可能是过度投资行为。当被解释变量为公司业绩变化 ΔROA 时,若*Oversea*的系数显著为正,则说明海外经历高管所在企业的跨国并购业务有助于改善企业业绩。*Controls*为一系列控制变量,各变量的具体定义及度量方法见表1。

五、实证结果与分析

(一) 主要变量的描述性统计

表2报告了主回归中变量的描述性统计结果。结果显示,并购样本中企业跨国并购数量自然对数(*Number*)的均值为0.9411,最大值为2.3978,最小值0.6931,可换算为跨国并购数量的均值为2.6次,最大值为11次,最小值为2次,说明不同企业间并购决策存在较大差异;跨国并购金额自然对数的最小值为0,最大值为15.6700,最小值和最大值相差较大,表明企业海外并购交易额相差较大。海外经历高管占比的均值为0.4184,表明有41.84%的样本企业拥有海外经

历高管,这一比例远远高于代昀昊等、何瑛等以国内上市公司为样本计算的海外经历高管占比^[9,41],这在一定程度上也说明拥有海外经历高管的企业更有可能实施跨国并购决策。其他控制变量的描述性统计结果与张琛等的研究^[39]基本一致。

(二) 回归结果分析

1. 高管海外经历对企业跨国并购意愿的影响

表3报告了高管海外经历对企业跨国并购意愿影响的回归结果。Panel A中被解释变量为并购意愿,解释变量的回归系数在5%水平上显著为正,表明高管海外经历显著提高了企业实施跨国并购的意愿(*Number*)。同时,为了提高研究结论的可靠性,我们进一步检验了高管海外经历对跨国并购规模的影响。Panel B中的回归结果显示,高管海外经历的回归系数在5%水平上显著为正,即高管海外经历有助于扩大企业跨国并购规模。由此看来,高管海外经历不仅能够提高企业参与跨国并购的意愿,还有助于扩大企业跨国并购规模,本文的假设1得到支持。

2. 稳健性检验

(1) 倾向得分匹配法(PSM)

为了处理高管海外经历与企业跨国并购间潜在的内生性问题,本文采用倾向得分匹配法(PSM)为存在海外

表2 主要变量的描述性统计

变量	N	均值	中位数	标准差	最小值	最大值
<i>Number</i>	1109	0.9411	0.6931	0.3581	0.6931	2.3979
<i>Value</i>	1109	10.3801	11.0124	3.2297	0.0000	15.6700
<i>Oversea</i>	1109	0.4184	0.0000	0.4935	0.0000	1.0000
<i>Size</i>	1109	22.7503	22.5148	1.5825	19.8013	28.2821
<i>Lev</i>	1109	0.4510	0.4495	0.2018	0.0435	0.8789
<i>Lcapins</i>	1109	12.4917	12.4552	1.1673	9.4746	16.0532
<i>LON</i>	1109	7.8399	7.9448	0.8821	5.6454	8.9731
<i>Growth</i>	1109	0.3956	0.1304	1.8909	-0.5161	54.4123
<i>Private</i>	1109	0.6628	1.0000	0.4730	0.0000	1.0000
<i>Team</i>	1109	17.0243	16.0000	4.5148	10.0000	33.0000
<i>Board</i>	1109	8.6808	9.0000	1.8394	5.0000	15.0000
<i>Indep</i>	1109	0.3797	0.3636	0.0584	0.3077	0.6000

经历高管的样本寻找配对样本,并将配对后的样本重新进行检验。按照 PSM 方法,本文以企业高管是否具有海外经历为分组标准,将样本区分为实验组和控制组。参考相关文献^[5,42],我们选择涵盖高管特质、企业规模特征及公司治理特性在内的相关指标进行倾向得分估计,经匹配后的样本回归结果如表 4 所示。实证结果表明,在对样本进行倾向得分匹配后,海外经历高管所在企业的跨国并购意愿和规模均较强,表明在考虑潜在的内生性问题后,海外经历高管仍然能够对所在企业的跨国并购行为产生积极的正向影响,假设 1 再次得到验证。

(2) Heckman 两阶段回归方法

为了解决高管海外经历与跨国并购行为回归分析中因遗漏变量偏差和自选择偏差而引起的内生性问题,本文采用 Heckman 两阶段模型进行稳健性检验。第一阶段建立企业选择聘用海外经历高管的 Probit 概率模型,计算出逆米尔斯比率(IMR),并将其作为控制变量加入模型(1)中进行第二阶段回归,表 5 是以企业高管海外经历为自变量的 Heckman 模型的第二阶段回归结果。从回归结果中可以看出,当逆米尔斯比率包含在回归方程中时,企业高管海外经历的系数依然显著为正,表明拥有海外经历的高管确实可以显著提高企业跨国并购的意愿和扩大并购规模。

3. 高管海外经历与企业跨国并购的动因检验

前文研究结果表明,高管海外经历有助于增加企业跨国并购业务,为了进一步探明其动因,本文就高管海外经历跨国并购的自利动因、利他动因进行检验分析。

(1) 海外经历高管实施跨国并购的自利动因检验

表 6 中的 Panel A 实证分析了海外经历高管所在企业的跨国并购业务对高管薪酬水平的影响。首先,高管海外经历的回归系数均在 1% 的水平上显著为正,表明高管海外经历有助于提高其薪酬水平,这与吴晓娟等的研究结果^[43]一致;其次,企业跨国并购期间哑变量 *Period* 的回归系数同样在 10% 水平上显著为正,说明企业实施跨国并购的确有助于提升高管薪酬水平。进一步地,我们重点关注交乘项 *Oversea* × *Period* 的回归系数,交乘项的系数虽然为正但并不显著,即海外经历高管所在企业实施跨国并购后并未显著影响其薪酬水平。

表 6 中的 Panel B 报告了海外经历高管所在企业跨国并购业务对其职位稳固性影响的结果。高管海外经历的回归系数在 5% 水平上显著为正,表明高管海外经历确实会给自身职位变更带来影响,而企业跨国并购业务发生前后的二元虚拟变量 *Period* 的估计系数为负,且并不显著,即海外经历高管所在企业的跨国并购对海外经历高管职位的稳固性并未产生显著影响。进一步地,交乘项 *Oversea* × *Period* 的回归系数为正,但未通过显著性检验,这说明海外经历高管所在企业的跨国并购业务并未显著影响海外经历高管职位的变动,否定了海外经历高管跨国并购业务的自利动因。

(2) 海外经历高管实施跨国并购的利他动因检验

表 7 中的 Panel A 实证分析了海外经历高管所在企业的跨国并购业务是否属于过度投资,结果显示高管海外经历的回归系数为正但不显著,说明拥有海外经历的高管可能会引起企业的过度投资行为。跨国并购期间哑变量 *Period* 的回归系数为正但不显著,说明企业实施跨国并购可能是一种过度投资行为。为了检验研究假设 3a

表 3 高管海外经历对企业跨国并购意愿的影响

变量	Panel A: 并购意愿	Panel B: 并购规模
<i>Oversea</i>	0.0220 ** (0.0095)	0.0799 ** (0.0314)
<i>Size</i>	0.0862 *** (0.0037)	0.5012 *** (0.0208)
<i>Lev</i>	-0.2116 *** (0.0208)	0.4745 *** (0.1142)
<i>Lcapins</i>	-0.0258 *** (0.0047)	0.0642 *** (0.0144)
<i>LON</i>	0.0146 *** (0.0053)	0.1130 *** (0.0170)
<i>Growth</i>	-0.0065 *** (0.0021)	-0.0286 *** (0.0054)
<i>Private</i>	-0.0566 *** (0.0124)	0.2010 *** (0.0492)
<i>Team</i>	-0.0023 (0.0018)	-0.0995 *** (0.0032)
<i>Board</i>	-0.0140 *** (0.0030)	-0.0123 (0.0139)
<i>Indep</i>	-0.5975 *** (0.0958)	-5.2378 *** (0.3301)
<i>_cons</i>	-0.3309 *** (0.1100)	0.8059 ** (0.4093)
N	1109	1109
Adj. R ²	0.5245	0.5561

注:括号内为标准误,*、**、*** 分别表示在 10%、5% 和 1% 的水平上统计显著。下同。

表 4 倾向得分匹配后的样本回归结果

变量	Panel A: 并购意愿	Panel B: 并购规模
<i>Oversea</i>	0.1219 *** (0.0123)	0.2593 *** (0.0356)
<i>Controls</i>	Yes	Yes
<i>_cons</i>	-0.2250 *** (0.0855)	1.4321 *** (0.3093)
N	658	658
Adj. R ²	0.4785	0.4526

表 5 高管海外经历对企业跨国并购意愿的影响

变量	Panel A: 并购意愿	Panel B: 并购规模
<i>Oversea</i>	0.0194 ** (0.0094)	0.0711 ** (0.0308)
<i>IMR</i>	-0.1046 * (0.0591)	-0.5551 *** (0.1466)
<i>_cons</i>	0.1518 (0.3195)	3.6646 *** (0.9518)
N	1109	1109
Adj. R ²	0.5238	0.5556

和假设 3b, 我们需要重点关注交乘项 $Oversea \times Period$ 的回归系数, 交乘项的系数在 5% 水平上显著为负, 表明海外经历高管会显著降低所在企业跨国并购业务导致的过度投资, 这可能是因为高管在海外工作或学习所积累的专业知识和技能有助于其做出高效的投资决策, 也可能是海归高管的治理效应能缓解经理人与股东之间的代理冲突, 进而减少企业过度投资。

表 7 中的 Panel B 进一步报告了海外经历高管所在企业的跨国并购业务对企业业绩影响的实证检验结果。高管海外经历的回归系数在 1% 水平上显著为正, 说明海外经历高管所在企业实施的跨国并购有助于提升并购后的企业业绩, 为海外经历高管基于利他动因开展跨国并购业务提供了数据支撑, 同时也支持了烙印理论。

六、结论与建议

本文利用 2009—2018 年中国企业跨国并购数据, 研究了高管海外经历与企业跨国并购意愿、并购动因之间的关系。研究发现, 高管海外经历对企业跨国并购意愿具有显著的促进作用, 不仅增加了企业跨国并购的数量, 还提高了并购金额, 并且高管海外经历对跨国并购意愿的影响动因更适合用烙印理论来解释, 而非堑壕假说。本文关于海外经历高管对于企业跨国并购影响的探究, 既丰富了跨国并购影响因素的理论研究, 又拓展了高管背景特征对企业经营决策的影响研究, 有助于深入理解高阶梯队理论在企业决策制定、经营管理等方面的适用性。

基于所得研究结论, 本文提出以下建议: 第一, 由于海外经历高管能够显著提升企业的跨国并购意愿, 并产生积极的经济效应, 这为政府制定激励海外人才归国发展的优惠政策提供了证据支持, 因此对于政府来说, 既要持续建设和完善海外留学人员的培养体系, 又要增强服务意识, 为海外人才回国发展提供强有力的支持。第二, 企业应提高对海外高管的关注度, 大力吸引具有海外经历的高素质人才, 为其提供适量资源, 提高企业管理人员的自主权, 最大限度地发挥海归高管在促进经济发展、社会进步中的积极作用。

参考文献:

- [1] Hambrick D C, Mason P A. Upper echelons: The organization as a reflection of its top managers[J]. The Academy of Management Review, 1984, 9(2): 193-206.
- [2] 高凤莲, 董必荣, 王杰, 等. 独立董事背景特征与审计质量的实证研究[J]. 审计与经济研究, 2020(2): 27-39.
- [3] Yim S. The acquisitiveness of youth: CEO age and acquisition behavior[J]. Journal of Financial Economics, 2013, 108(1): 250-273.
- [4] Black H T, Duhon D L. Assessing the impact of business study abroad programs on cultural awareness and personal development[J]. Journal of Education for Business, 2006, 81(3): 140-144.
- [5] 张尧. 高管境外背景是否有助于企业对外直接投资[J]. 宏观经济研究, 2015(6): 107-116.
- [6] 许家云. 海归与企业出口行为: 来自中国的微观证据[J]. 金融研究, 2018(2): 118-134.
- [7] Hu J, Long W, Dai M, et al. Does international experience of managers bring financing benefits? Evidence from the cost of equity capital[J]. Journal of Contemporary Accounting & Economics, 2022, 18(1): .
- [8] 杨娜, 陈烨, 李昂. 高管海外经历、管理自主权与企业后续海外并购等待时间[J]. 国际贸易问题, 2019(9): 161-174.
- [9] 代响昊, 孔东民. 高管海外经历是否能提升企业投资效率[J]. 世界经济, 2017(1): 168-192.
- [10] 宋建波, 文雯. 董事的海外背景能促进企业创新吗? [J]. 中国软科学, 2016(11): 109-120.
- [11] 张信东, 吴静. 海归高管能促进企业技术创新吗? [J]. 科学学与科学技术管理, 2016(1): 115-128.
- [12] 王昌荣, 李娜. 高管特征、自信度与企业创新成果关系研究——基于制造业企业的经验数据[J]. 经济问题, 2019(5): 83-90.
- [13] Yuan R, Wen W. Managerial foreign experience and corporate innovation[J]. Journal of Corporate Finance, 2018, 48: 752-770.

表 6 海外经历高管跨国并购动因的自利动因检验

变量	Panel A: 高管薪酬	Panel B: 高管变更
<i>Oversea</i>	9.4429 *** (0.1875)	2.3242 ** (1.0383)
<i>Period</i>	0.4468 * (0.2102)	-12.0502 (2323.6850)
<i>Oversea × Period</i>	0.2106 (0.2880)	12.1363 (2323.6850)
<i>Controls</i>	Yes	Yes
<i>_cons</i>	-7.0453 *** (1.1308)	-8.0340 ** (3.6600)
N	5171	5171
Adj. R ²	0.5431	0.0660

表 7 海外经历高管跨国并购动因的利他动因检验

变量	Panel A: 过度投资	Panel B: 业绩变化
<i>Oversea</i>	0.0075 (0.0056)	0.0028 *** (0.0009)
<i>Period</i>	0.0050 (0.0100)	
<i>Oversea × Period</i>	-0.0141 ** (0.0047)	
<i>Controls</i>	Yes	Yes
<i>_cons</i>	0.2739 (0.1855)	0.0264 ** (0.0133)
N	5171	465
Adj. R ²	0.0108	0.7354

- [14] 贺小社,柯大纲,欧佩玉. 高管团队人口统计学特征对国际化的影响[J]. 情报杂志,2010(5):97-101.
- [15] Estélyi K S, Nisar T M. Diverse boards; Why do firms get foreign nationals on their boards? [J]. Journal of Corporate Finance, 2016, 39: 174-192.
- [16] 刘青,陶攀,洪俊杰. 中国海外并购的动因研究——基于广延边际与集约边际的视角[J]. 经济研究,2017(1):28-43.
- [17] 宋林,彬彬. 我国上市公司跨国并购动因及影响因素研究——基于多项 Logit 模型的实证分析[J]. 北京工商大学学报(社会科学版),2016(5):98-106.
- [18] 黎平海,李瑶,闻拓莉. 我国企业海外并购的特点、动因及影响因素分析[J]. 经济问题探索,2009(2):74-79.
- [19] 刘懿,李元旭. 我国企业跨国并购绩效影响因素的研究[J]. 国际商务(对外经济贸易大学学报),2016(3):65-73.
- [20] 阎大颖. 制度约束与中国企业跨国并购的经营绩效[J]. 山西财经大学学报,2009(1):63-70.
- [21] 阎大颖. 国际经验、文化距离与中国企业海外并购的经营绩效[J]. 经济评论,2009(1):83-92.
- [22] 余鹏翼,王满四. 国内上市公司跨国并购绩效影响因素的实证研究[J]. 会计研究,2014(3):64-70.
- [23] 樊秀峰,李稳. 基于 PSM 方法的中国上市公司海外并购绩效评估与分析[J]. 国际经贸探索,2014(12):70-80.
- [24] Masulis R W, Wang C, Xie F. Globalizing the boardroom: The effects of foreign directors on corporate governance and firm performance[J]. Journal of Accounting & Economics, 2012, 53(3): 527-554.
- [25] 刘柏,梁超. 董事会过度自信与企业国际并购绩效[J]. 经济管理,2017(12):73-88.
- [26] 毛雅娟,李善民. 管理者持股能缓解代理冲突引发的公司并购行为吗[J]. 学术研究,2013(6):60-68.
- [27] 傅硕,汪祥耀,路军. 管理层权力、高管薪酬变动与公司并购行为分析[J]. 会计研究,2014(11):30-37.
- [28] Nielsen B B, Nielsen S. Learning and innovation in international strategic alliances: An empirical test of the role of trust and tacitness[J]. Journal of Management Studies, 2009, 46(6): 1031-1056.
- [29] 戴维奇,刘洋,廖明情. 烙印效应:民营企业谁在“不务正业”? [J]. 管理世界,2016(5):99-115.
- [30] 李善民,毛雅娟,赵晶晶. 高管持股、高管的私有收益与公司的并购行为[J]. 管理科学,2009(6):2-12.
- [31] Suutari V, Mäkelä K. The career capital of managers with global careers[J]. Journal of Managerial Psychology, 2007, 22(7): 628-648.
- [32] Hiller N J, Hambrick D C. Conceptualizing executive hubris: The role of (hyper-) core self-evaluations in strategic decision-making[J]. Strategic Management Journal, 2005, 26(4): 297-319.
- [33] 刘柏,郭书妍. 董事会人力资本及其异质性与公司绩效[J]. 管理科学,2017(3):23-34.
- [34] 陈仕华,卢昌崇,姜广省,等. 国企高管政治晋升对企业并购行为的影响——基于企业成长压力理论的实证研究[J]. 管理世界,2015(9):125-136.
- [35] 赖黎,巩亚林,夏晓兰,等. 管理者从军经历与企业并购[J]. 世界经济,2017(12):141-164.
- [36] 林川,张思璨. 国际多元化、CEO 海外经历与股价崩盘风险——基于创业板上市公司的经验证据[J]. 南京审计大学学报,2019(6):61-71.
- [37] 周中胜,贺超,韩燕兰. 高管海外经历与企业并购绩效:基于“海归”高管跨文化整合优势的视角[J]. 会计研究,2020(8):64-76.
- [38] 杜勇,张欢,陈建英. CEO 海外经历与企业盈余管理[J]. 会计研究,2018(2):27-33.
- [39] 张琛,刘想. 机构投资者影响了高管变更吗——基于非国有企业的经验证据[J]. 山西财经大学学报,2017(12):72-82.
- [40] Richardson S. Over-investment of free cash flow[J]. Review of Accounting Studies, 2006, 11(2): 159-189.
- [41] 何瑛,于文蕾,戴逸驰,等. 高管职业经历与企业创新[J]. 管理世界,2019(11):174-192.
- [42] 宋建波,文雯,王德宏. 海归高管能促进企业风险承担吗——来自中国 A 股上市公司的经验证据[J]. 财贸经济,2017(12):111-126.
- [43] 吴晓娟,黄晓芬. 海外背景的高管薪酬激励研究[J]. 财经问题研究,2019(2):98-104.

[责任编辑:王丽爱]

Executives' Overseas Experience and Multinational Mergers and Acquisitions: A Study Based on Motivation

ZHANG Jide, ZHANG Jiakuan

(School of Business, Beijing Technology and Business University, Beijing 100048, China)

Abstract: This paper takes the companies that conducted cross-border mergers and acquisitions in Chinese Shanghai and Shenzhen stock markets from 2009 to 2018 as a research sample, and uses a multiple regression model to empirically test the relationship between executives' overseas experience and cross-border mergers and acquisitions. The research results show that; the overseas experience of executives helps to improve the cross-border M&A behavior of their companies, and this conclusion still holds after multiple robustness tests; it's no doubt altruistic behavior, but altruistic behavior improves corporate performance, supports the imprinting theory. The research of this paper not only enriches and expands the relevant research on the theory of high-level echelon, but also has practical guiding significance for enterprises to realize the optimal allocation of resources through cross-border mergers and acquisitions and to implement the "B&R Initiative."

Key Words: overseas experience of executives; cross-border mergers and acquisitions; imprinting theory; trench hypothesis; investment efficiency; enterprise efficiency; enterprise regulation