

# 高管海外经历、管理自主权与企业后续海外并购等待时间

杨娜 陈焯 李昂

**摘要：**本文引入动态能力理论，采用1992—2016年我国932项海外并购事件，重点研究企业高管团队成员（CEO与CFO）的海外经历对企业后续海外并购等待时间的影响，并考虑管理自主权对这一关系的调节作用。研究表明：总体而言，CEO与CFO的海外经历可以显著缩短企业后续海外并购的等待时间；在多次后续海外并购的早期阶段（第二、第三次后续海外并购），CEO的海外经历对缩短企业后续海外并购等待时间的影响更为显著，而在多次后续海外并购的后期阶段（第四次及之后的海外并购），CFO的海外经历的影响更为显著；高管的管理自主权也对高管海外经历与后续海外并购等待时间之间的关系产生显著的调节作用，该结论为我国企业加快国际化进程及引进相关人才提供了建议。

**关键词：**高管海外经历；管理自主权；后续海外并购；等待时间

[中图分类号] F74 [文献标识码] A [文章编号] 1002-4670 (2019) 09-0161-14

## 引言

当前，中国企业国际化进程进入到了一个新的时代，其国际经营过程中所存在的问题也随之显现：无论是从国际化广度还是深度来看，中国企业国际化程度并不高。从联合国贸易与发展委员会（UNCTAD）于2016年发布的跨国指数（The Transnationality Index）来看，全球前100跨国公司的平均跨国指数达到了65.7%，2015年发展中经济体及转型经济体前100跨国公司平均指数也达到了53.1%，而2016年我国前100跨国公司的平均跨国指数仅为14.4%。从以上数据可以看出，我国对外直接投资量与企业国际化程度存在着严重的不对等状态：在对外投资蓬勃发展的同时，中国企业的国际化程度却一直低于国际平均水平，而造成这种现象的原因之一可能是由我

[基金项目] 教育部人文社会科学研究青年基金西部和边疆项目“高管特征对企业后续国际化策略选择和等待时间的影响研究”（18XJC790017）；中国博士后科学基金面上项目“国有跨国企业后续国际化策略选择与等待时间的影响因素分析”（2018M633397）；国家自然科学基金重点项目“中国企业国际化与制度演进”（71832012）；国家自然科学基金面上项目“中国企业对外直接投资的空间布局与行为关联研究”（71673227）；国家自然科学基金面上项目“母国制度缺陷背景下中国企业对外直接投资的战略与绩效研究——基于对5688家中国对外投资企业的分析”（71572150）。

[作者信息] 杨娜：西南财经大学国际商学院师资博士后 611130 电子信箱 yangna@swufe.edu.cn；陈焯：西南财经大学国际商学院博士研究生；李昂：西南财经大学国际商学院博士研究生。

国每年新增进行国际化业务的企业较多,但企业后续国际化延迟或缺失而引致的。

目前对企业后续海外并购及其等待时间进行关注和跟踪的研究并不多见。同时,近几年管理者个人特征和经历对企业的影响引起了学界的关注(李四海等,2015<sup>[1]</sup>;李小荣和刘行,2012<sup>[2]</sup>)。但目前较少有研究将企业高管的海外经历与企业海外并购行为,特别是其后续海外并购行为相联系。

本文以1992—2016年我国上市企业的海外并购事件为研究样本,采用动态能力理论,就企业高管,即企业CEO与CFO的海外经历对我国企业后续海外并购等待时间的影响进行研究。

本文的贡献主要体现在以下三个方面:第一,采用动态视角,将企业后续海外并购的等待时间作为研究对象,对其进行清晰定义,并采用生存分析模型就企业高管海外经历对其后续海外并购行为的影响进行研究。以往关于企业海外并购策略的研究大多关注企业初始海外并购情况,而忽视了对跨国企业后续海外并购等待时间的研究。事实上,企业后续海外并购进程对企业国际化进程的推进、企业全球战略布局的实现以及海外投资整体效益的提升都起到至关重要的作用。第二,就企业高管海外经历与企业海外并购之间的关系进行深入探究,考察了高管团队内部成员(CEO和CFO)对企业后续海外并购等待时间的差异性影响,同时也考虑了管理自主权对高管海外经历发挥的调节效应,这是对现有高管领域研究的深入与拓展。第三,本文将动态能力理论与国际商务理论相结合,进一步丰富和拓展了国际商务理论的内容和边界。黄胜等(2017)<sup>[3]</sup>在其研究中就曾明确指出,目前大部分研究采用资源基础观对企业国际化进程的推进进行解释,而动态能力理论却较少受到关注。将动态能力理论引入国际商务的研究中,可以更好地解释高管海外经历如何对企业后续海外并购的等待时间产生影响,从而更好地对现有企业动态国际化行为进行解释。

## 一、文献回顾与理论假说

资源基础观认为在企业的成长过程中资源起到至关重要的作用(Mudambi and Zahra, 2007)<sup>[4]</sup>。然而,资源基础观是一个相对“静态”的理论,在解释企业能力和资源动态发展方面具有一定的局限性(Khan and Lew, 2018)<sup>[5]</sup>。近期,动态能力视角引起了学界的关注。动态能力视角是指企业通过扫描环境发现机会,并据此整合、构建和重组内外部资源以修正运营操作能力从而适应动态复杂快速变化环境的能力(Autio et al., 2011<sup>[6]</sup>; Teece et al., 1997<sup>[7]</sup>; Zahra et al., 2006<sup>[8]</sup>)。Teece等(1997)<sup>[7]</sup>的研究指出,企业的动态能力是由“感知机会(sensing)—抓住机会(seizing)—重构(reconfiguring)”三种动态能力构成。这样的一个概念分析框架对于企业在当今复杂和动荡的国际环境中推进国际化有着重要的启示。

通常,企业国际化的进程实质上是由三个要素构成:第一是创造和抓住国际机会的能力;第二是对国际机会进行评估和实现的决策过程;第三是时间(Zahra et al., 2006<sup>[8]</sup>; Chandra et al., 2013<sup>[9]</sup>)。具备较强的动态能力,即具备较强的国际机会识别和实现能力,有助于推进企业国际化进程,增加企业快速进行后续海外并购的概率。本文认为高管团队的海外经历(海外教育经历或者海外任职经历)是

提升动态能力即国际机会识别和实现能力的重要因素。首先,从心理和心智的角度来看,高管的海外经历反映了企业高管在国际环境中的经历,当拥有较为丰富的国外求学或工作经历时,决策者对自身管理企业国际化进程的能力往往更为自信(Nielsen and Nielsen, 2011)<sup>[10]</sup>,更具有冒险精神和创新精神,其个人能力可以随着企业国际化的推进而不断增强。此外,因其在海外求学或者任职过程中面临着更为复杂的挑战,这些挑战性的经历磨练了高管们坚忍不拔的意志和品质。其次,从个人能力角度来看,具有海外经历的高管对海外国家的语言、风土人情、法律法规和公司经营更为了解,使其解决问题的能力和学习能力更强,对海外市场的变化更加敏锐(宋建波等, 2017)<sup>[11]</sup>,因而其在企业一系列的海外并购活动中识别和实现国际机会的能力更强。最后,从社会网络和职业发展的角度看,海外求学或任职经历使得高管在海外具有一定的人际关系网络,所得到的信息更为充分。危平和毛晓丹(2017)<sup>[12]</sup>研究认为企业的海外关联网络对企业跨国并购能力有着显著的正向作用。综合上述原因,本文认为海外经历可以从心理、能力以及社会网络三个方面提升企业高管的动态能力,使其可以对复杂的国际环境做出准确的判断,快速识别并抓住机会,充分发挥其企业家精神,并据此引导企业进行资源和知识的整合与重构,从而缩短其后续海外并购的等待时间。基于此,本文提出假设1。

假设1: 高管具有海外经历可以显著缩短其后续海外并购的等待时间。

在高管团队中,CEO和CFO等不同职务高管拥有不同的专业知识和技能,对不同类型公司决策也会产生不同程度的影响(Hambrick et al., 1996)<sup>[13]</sup>,因此二者对企业海外并购等待时间的影响也不尽相同。CEO主要负责企业日常的重要决策;CFO则拥有专业的财务知识和技能,是企业战略的支撑者和监督者(袁建国等, 2017)<sup>[14]</sup>。一般来说,CEO会将涉及专业财务方面的决策交予CFO,但也对财务决策具有重要影响(李小荣和刘行, 2012)。在企业多次后续海外并购的早期阶段,企业需要发挥高管团队国际机会识别和实现的能力,需要高管更多地发挥企业家精神和创业创新精神,需要充分发挥CEO重大决策的职能,此时CEO的海外经历所带来的国际机会识别和实现能力可以发挥更大的作用;而在企业多次海外并购的后期阶段,企业本身已经积累了较为充分的海外并购经验与能力,此时企业是否在近期进行后续海外并购,主要是根据前期海外并购的经营和财务状况、国内外会计准则和要求以及国际市场的变化进行决策,此时更需要CFO对后续的海外并购在财务、会计标准和质量、资本、风险控制等方面提出前瞻性的建议和预警。此时具有海外经历的CFO对于处理后期海外并购发展过程中遇到的资本调整和会计标准的把控等问题更有经验,因此其对后期的企业海外并购等待时间具有显著的影响。根据高管团队内部职责的不同以及多次海外并购发展阶段的不同特征,本文提出假设1a和假设1b。

假设1a: 在多次后续海外并购的早期阶段,CEO的海外经历可以显著缩短其后续海外并购等待时间。

假设1b: 在多次后续海外并购的后期阶段,CFO的海外经历可以显著缩短其后续海外并购等待时间。

以上假设均建立在 CEO 或者 CFO 对企业决策具有自主权的基础上,只有当高管团队具有一定的管理自主权时,其个体特征才显得重要。管理自主权是管理者在制定或执行战略过程中所具备的行为能力和自由度,决定了管理者对组织结果的影响程度(连燕玲等,2015)<sup>[15]</sup>,拥有较高自主管理权的管理者才能按照自己的意愿对企业进行管理(Crossland and Hambrick, 2011)<sup>[16]</sup>。因此,当高管团队的管理自主权受到限制时,高管团队的海外经历对企业后续海外并购等待时间所产生的影响作用也有可能被削弱。目前文献中已经确定了很多可能会影响到企业高管团队的管理自主权的因素,例如国家层面的国家文化(Crossland and Hambrick, 2011)<sup>[16]</sup>、行业层面的行业集中度或者复杂度(Crossland and Hambrick, 2011)、企业层面的企业规模和企业年龄(张长征等,2006<sup>[17]</sup>; Xie, 2014<sup>[18]</sup>)以及个人层面(Xie, 2014)<sup>[18]</sup>的 CEO 兼任等指标。本文选取企业资源充足度和高管政治关联作为管理自主权的衡量指标来考察其调节作用:首先,企业战略的决策和实施必须以充足的资源作为基础和保障(连燕玲等,2015)。企业资源越充足,高管可支配的资源就越多,其管理自主权越高(Finkelstein and Hambrick, 1990)<sup>[19]</sup>。具有海外经历的高管倾向于做出缩短企业后续海外并购等待时间的决策,但如果企业没有雄厚的财力和资源支撑,该决策也无法实施或者实施时间将被滞后。因此,当企业资源无法支撑企业加快后续跨国并购进程时,企业海外高管对缩短企业后续海外并购等待时间的促进作用会被削弱。其次,企业是否能够获得政府在制度、政策上的支撑与倾斜,受到与政府关系的影响。当高管团队具有政治关联时,在一定程度上可以帮助企业维持与政府之间的关系,从而获得政策上的支持,但企业则要以履行部分社会职能作为“回报”,占用部分企业资源,进而使管理者自主管理权受限。

假设 2:当高管管理自主权受限时,企业高管海外经历对其后续海外并购等待时间的影响将被削弱。

## 二、变量与模型设定

### (一) 生存分析法

本文主要研究高管海外经历对企业后续海外并购的影响,在本研究中被解释变量为企业前次海外并购与下一次海外并购之间所经历的等待时间,因此采用生存分析法进行分析。首先,因为简单的回归方法通常忽视了“个体已经存活(保持某种状态)一段时间这个信息”。而事实上,本文更为关心的是,已知在个体存活(保持某种状态)一段时间的情况下,个体在下一个时刻死亡(进入另一种状态)的概率。例如本文关心在企业完成前次跨国并购后,再次进行跨国并购的在每个时间点上的概率。其次,企业海外并购等待时间数据为典型的久期数据,通常存在“右删失”的问题。右删失主要是指当研究结束时,个体状态还未发生变化,比如在本研究中企业直至研究时间截止时仍未进行下次并购活动,或是研究个体退出研究、或是由于各种原因无法继续跟踪数据,此时采用最小二乘法进行归集,计算并不恰当。

### (二) 数据整理与变量设置

本文所采用的数据主要来源于两方面:上市企业海外并购数据来自中国研究数

据服务平台 (CNRDS) 中的中国公司海外经济活动数据库。同时, 根据证券代码, 将其与国泰安 (CSMAR) 中的高管基本信息、企业财务信息进行匹配, 最终形成了本文研究所用的数据库, 包含了 1992—2016 年我国上市公司的跨国并购事件、财务信息以及高管特征信息。在经过样本筛选和对关键变量缺失数据的删除后, 最终样本包含了 932 项上市公司后续海外并购事件, 其中企业在观察期内进行后续海外并购的事件为 602 项, 后续海外投资平均等待时间为 26.69 个月。

根据生存分析模型, 被解释变量分为两部分: 其一, 没有进行后续海外并购企业的“右删失”点确定为 2016 年 12 月, 即从该企业进行前次海外并购至 2016 年 12 月还未进行后续海外并购的企业, 定义为被“右删失”企业, 其持续时间为前次进行海外并购的“首次宣告日期”至 2016 年 12 月所经历的月数; 其二, 进行后续海外并购企业的等待时间定义为前次海外并购的“首次宣告日期”至后续海外并购的“首次宣告日期”所经历的月数。

生存分析模型中的解释变量为高管海外经历。本文将高管团队进行细分, 分为两个关键解释变量, 分别是 CEO 是否拥有海外经历以及 CFO 是否拥有海外经历。海外经历是指拥有海外学习经历或者海外任职经历。除了高管海外经历外, 本文还考虑了管理自主权的调节效应, 分别采用高管政治关联以及企业资源充足度来衡量。

除此之外, 本文分别从高管特征、企业和国家三个层面选取了多层次的控制变量。高管特征层面的控制变量主要包括高管年龄和性别, 企业层面控制变量主要包括企业的所有制、行业、资产回报率、资产负债率等变量 (杨波等, 2016<sup>[20]</sup>; 杨波和张佳琦, 2017<sup>[21]</sup>), 而国家层面的控制变量则包括东道国的法律与规则情况 (倪中新等, 2014<sup>[22]</sup>; 顾露露等, 2017<sup>[23]</sup>)。具体变量定义与测算方法如表 1 所示。

表 1 变量解释、测度方法和数据来源

影响因素	变量名称	变量测度	数据来源
久期变量			
跨国并购等待时间	Duration	同一家企业前次跨国并购宣告日至下次跨国并购宣告日之间所经历的时间, 或者前次跨国并购首次宣告日至删失日“2016 年 12 月”所经历的时间, 单位为月	CNRDS
解释变量			
CEO 海外经历	CEO exp	虚拟变量: 1 为 CEO 具有海外求学或者海外任职经历; 0 为没有海外经历	CSMAR
CFO 海外经历	CFO exp	虚拟变量: 1 为 CFO 具有海外求学或者海外任职经历; 0 为没有海外经历	CSMAR
调节变量			
管理自主权 CEO 政治关联	CEO politics	虚拟变量: 1 为 CEO 具有政治关联, 将在全国人民代表大会、中国人民政治协商会议、全国党代表大会、地方各级人民政府、机构部门等机构曾经或者现在任职的认为具有政治关联; 0 为不具有政治关联	CSMAR
管理自主权 CFO 政治关联	CFO politics	虚拟变量: 1 为 CFO 具有政治关联, 将在全国人民代表大会、中国人民政治协商会议、全国党代表大会、地方各级人民政府、机构部门等机构曾经或者现在任职的认为具有政治关联; 0 为不具有政治关联	CSMAR

表 1 变量解释、测度方法和数据来源 (续)

影响因素	变量名称	变量测度	数据来源
管理自主权 资源充足度	ROA	资产回报率, ROA = 净利润/总资产	CSMAR
控制变量			
高管团队其他特征			
CEO 年龄	CEO age	CEO 年龄	CSMAR
CFO 年龄	CFO age	CFO 年龄	CSMAR
CEO 性别	CEO male	虚拟变量: 1 为男, 0 为女	CSMAR
CFO 性别	CFO male	虚拟变量: 1 为男, 0 为女	CSMAR
企业层面			
并购企业行业	Industry	2012 版证监会行业分类代码	CSMAR
资产负债率	Debt	资产负债率, Debt = 负债总额/资产总额	CSMAR
被并购企业所在国			
法律与规则	Law	用以评估一国立法能力和公正性, 以及公民守法情况, 数值越高, 政治风险越低	ICRG

(三) 数据特征与描述性统计

本文首先对样本进行相关性分析, 根据相关系数矩阵的结果可知, 变量之间的相关性均在 0.6 以下, 不存在严重的多重共线性问题。而后进行描述性统计分析, 结果见表 2。

表 2 变量描述性统计

变量	样本数	均值	标准差	最小值	最大值
Duration	932	26.6878	38.3536	0.50	270
CEO exp	914	0.1422	0.3495	0	1
CFO exp	816	0.0625	0.2422	0	1
CEO age	914	49.64114	6.8980	28	75
CFO age	816	45.0600	6.4019	29	66
CFOpolitics	816	0.0502	0.2348	0	1
CEOpolitics	854	0.2354	0.6141	0	1
ROA	882	4.6129	21.2079	-100	600
Debt	884	50.2928	21.4072	2.4096	108.333
Law	680	4.7381	0.9324	1	6

由于本文主要研究企业高管海外经历对企业后续海外并购等待时间的影响, 因此首先考察企业高管的海外经历对企业后续海外并购的生存函数和风险函数。

本文将高管团队细分为 CEO 拥有海外经历或者 CFO 拥有海外经历。从图 2 左图中可以看出, CEO 是否拥有海外经历对企业后续海外并购等待时间有着显著的影响; 而图 2 右图体现的是 CFO 是否拥有海外经历对企业后续海外并购等待时间的影响。可以看出, CFO 是否拥有海外经历对企业后续海外并购等待时间的影响依然有着明显的差异, 只是相比于左图而言, CFO 拥有海外经历的曲线下降趋势明显放缓, 这说明 CFO 拥有海外经历对于促使企业加快后续海外并购的作用可能小于 CEO 拥有海外经历所带来的促进作用。

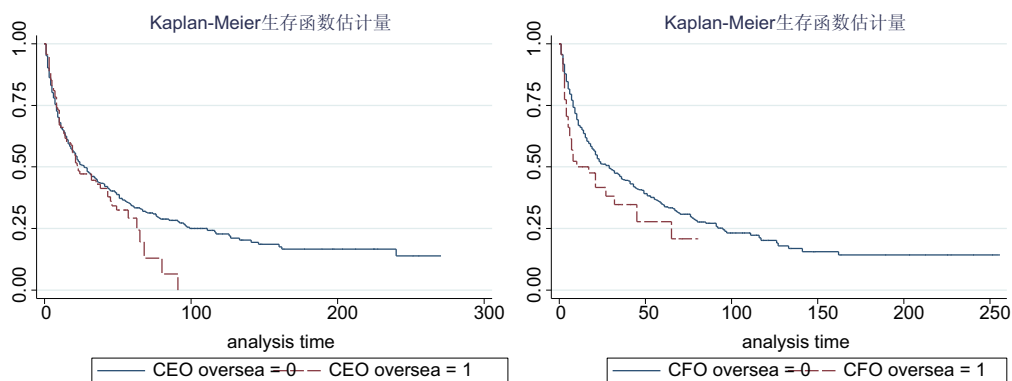


图1 K-M生存函数估计量——区分CEO与CFO

### 三、实证结果与分析

#### (一) 企业高管海外经历对企业后续海外并购等待时间的影响

本文采用生存分析模型就高管海外经历对企业后续海外并购的等待时间进行分析，即企业在完成前次海外并购后，再次进行后续海外并购之间所经历的时间。本文先就CEO海外经历对企业后续跨国并购等待时间的影响进行研究，回归结果见表3。

表3 CEO海外经历对企业后续跨国并购等待时间的影响

变量	全样本		第二次跨国并购		第三次跨国并购		第四次及之后跨国并购	
	系数	风险比	系数	风险比	系数	风险比	系数	风险比
CEO Exp	0.3199** (0.1625)	1.3770	0.5525** (0.2613)	1.7376	0.7616** (0.3377)	2.1418	0.3058 (0.2660)	1.3577
CEO Male	-0.3545 (0.2784)	0.7015	0.0484 (0.4625)	1.0496	-0.2875 (0.5279)	0.7502	-0.4413 (0.4667)	0.6432
CEO Age	0.0267*** (0.0089)	1.0271	0.0134 (0.0136)	1.0134	0.0176 (0.0186)	1.0177	0.0582*** (0.0137)	1.0599
ROA	0.0022 (0.0082)	1.0022	0.0054 (0.0113)	1.0054	0.0111 (0.0290)	1.0111	0.0505** (0.0230)	1.0518
Debt	0.0083** (0.0033)	1.0083	0.0029 (0.0051)	1.0029	0.0149* (0.0077)	1.0150	0.0223*** (0.0061)	1.0225
CEO Politics	-0.2406** (0.1057)	0.7862	-0.1437 (0.1487)	0.8662	-0.2883 (0.2095)	0.7495	-0.4276** (0.1888)	0.6521
Ownership	-0.1124 (0.1054)	0.8937	-0.2449 (0.1541)	0.7828	-0.1815 (0.2210)	0.8340	-0.3682** (0.1821)	0.6920
Law	-0.0960 (0.0587)	0.9085	-0.0470 (0.1052)	0.9541	-0.1227 (0.1212)	0.8845	-0.0367 (0.0874)	0.9640
控制行业	控制	控制	控制	控制	控制	控制	控制	控制
常数项	-3.9027*** (0.8898)	0.0202	-3.8417*** (1.4239)	0.0215	-4.2964** (1.8317)	0.0136	-6.5422*** (1.4484)	0.0014

注：\*\*\*  $p < 0.01$ , \*\*  $p < 0.05$ , \*  $p < 0.1$ ; 括号内为标准误。

从全样本的结果来看，CEO的海外经历对企业后续跨国并购等待时间有显著的影响，系数显著为正，且风险比为1.3770，表明具有海外经历的CEO，其在短

时间内进行后续海外并购的概率增加,企业海外并购的速度较快。从区分并购次数的样本来看,在企业进行多次后续海外并购时,在前期阶段,即当企业进行第二次和第三次后续海外并购时,企业 CEO 海外经历对后续跨国并购等待时间依然有着显著的正向影响,这说明在第二次和第三次后续海外并购的过程中,CEO 的海外经历依然显著促进了企业进行后续海外并购的速度,由此可以看出 CEO 的海外经历对企业加快近几次的后续海外并购起到了非常显著的促进作用;而在后期阶段,即第四次以及之后的并购当中,CEO 的海外经历产生的影响不再显著,而其他控制变量,例如企业的资产回报率对企业后期海外并购的等待时间的影响变得更加显著,且系数为正,表明更高的资产回报率有利于促进企业后期的后续海外并购的快速进行。通过表 3 分阶段的回归结果可以看出,对于企业不同发展阶段的后续海外并购,影响其等待时间的因素不尽相同。

为了区分不同高管职务对企业后续海外并购决策的异质性影响,本文继续就 CFO 的海外经历对企业后续跨国并购等待时间的影响进行分析,回归结果见表 4。

表 4 CFO 海外经历对企业后续跨国并购等待时间的影响

变量	全样本		第二次跨国并购		第三次跨国并购		第四次及之后跨国并购	
	系数	风险比	系数	风险比	系数	风险比	系数	风险比
CFO Exp	0.4982 ** (0.2334)	1.6457	0.1731 (0.4634)	1.1890	-0.1103 (0.6079)	0.8955	1.0857 *** (0.2998)	2.9614
CFO Male	-0.1856 (0.1356)	0.8306	-0.2198 (0.2103)	0.8027	0.0811 (0.2976)	1.0844	-0.6290 *** (0.2308)	0.5331
CFO Age	0.0038 (0.0084)	1.0038	0.0076 (0.0128)	1.0077	-0.0094 (0.0182)	0.9906	0.0154 (0.0143)	1.0155
ROA	-0.0056 (0.0040)	0.9944	-0.0048 (0.0046)	0.9952	-0.0059 (0.0081)	0.9942	-0.0050 (0.0050)	0.9950
Debt	0.0040 (0.0034)	1.0040	-0.0017 (0.0052)	0.9983	0.0052 (0.0073)	1.0052	0.0137 ** (0.0059)	1.0138
CFO Politics	-0.1391 (0.2990)	0.8702	-1.0214 (0.7372)	0.3601	0.6038 (0.4330)	1.8290	-0.6621 (0.5907)	0.5158
Ownership	-0.0992 (0.1086)	0.9055	-0.1450 (0.1620)	0.8650	0.1371 (0.2337)	1.1469	-0.3305 * (0.1798)	0.7186
Law	-0.1780 *** (0.0605)	0.8369	-0.1913 * (0.0994)	0.8259	-0.2874 ** (0.1198)	0.7502	-0.2057 ** (0.0980)	0.8140
控制行业	控制	控制	控制	控制	控制	控制	控制	控制
常数项	-2.4933 *** (0.7997)	0.0826	-1.7877 (1.1970)	0.1673	-3.2873 * (1.8072)	0.0374	-2.5631 * (1.4204)	0.0771

注: \*\*\*  $p < 0.01$ , \*\*  $p < 0.05$ , \*  $p < 0.1$ ; 括号内为标准误。

根据表 4 的结果可知,与 CEO 的回归结果相同,从全本数据来看,CFO 的海外经历对企业后续跨国并购的等待时间有着显著的正向作用,这表明具有海外经历的 CFO 可以显著提升企业进行后续海外并购的概率。但是从分样本情况来看,其与 CEO 海外经历的影响有着显著的差异。在企业进行第二次和第三次后续海外并购阶段,CFO 的海外经历并没有起到显著的促进作用,其系数均不显著;而在企业



执行第四次及之后的海外并购时,企业 CFO 的海外经历的系数显著为正,其风险比为 2.9614,这意味着企业 CFO 的海外经历可以显著增加企业快速进行下阶段海外并购的概率。从两个回归结果可以看出,在前期海外投资的过程中,CEO 的海外经历对于企业快速抓住时机进行海外并购的影响更为显著,此时 CFO 海外经历的作用并不显著;而不同的是,CFO 的海外经历对于企业在后期是否快速进行海外并购的决策有着更为显著的影响,而 CEO 的海外经历对其产生的影响并不显著。

总体而言,具有海外经历的 CEO 与 CFO 均会对企业后续海外并购的等待时间产生正向的影响作用,即具有海外经历的高管可以缩短企业后续海外并购等待时间,与假设 1 的预期结果一致;与此同时,回归结果对假设 1a 与假设 1b 进行了验证,即不同的高管职务(如 CEO 和 CFO)的海外经历,在企业进行后续海外并购的不同发展阶段,其作用不尽相同。在多次后续海外并购的早期阶段(第二次或第三次的海外并购),CEO 海外经历的促进作用更为显著;而在后续海外并购的后期阶段(第四次及之后的海外并购),CFO 的海外经历的促进作用变得更为显著。

## (二) 机制检验:企业高管海外经历、自主管理权和企业后续跨国并购等待时间

回归结果已经证明,CEO 或 CFO 的海外经历对企业后续海外并购等待时间的决策有显著的影响作用,但如果当高管决策的自主权受到限制时,高管海外经历对促进企业加快后续海外并购的作用就有可能被削弱。借鉴现有文献,根据本文的研究目的和内容,本文采取两个指标对企业高管自主权进行衡量:一是企业资源的充足性,采用企业资产回报率(ROA)进行衡量;二是 CEO 或 CFO 的政治关联,考虑到 CEO 与 CFO 在高管团队中扮演的角色不同,本文将分别就管理自主权对 CEO 或 CFO 海外经历与后续跨国并购等待时间之间关系的调节作用进行检验。

表 5 高管海外经历、管理自主权(资源充足)与后续海外并购等待时间

变量	全样本		第二次跨国并购		第三次跨国并购		第四次及之后 跨国并购	
	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)	(7)	(8)
CFO Exp	0.2620 (0.1676)		0.5020* (0.2704)		0.7342** (0.3444)		0.2498 (0.2704)	
CEO Exp ×ROA	0.1064*** (0.0254)		0.0866** (0.0439)		0.1121** (0.0562)		0.1588*** (0.0442)	
CFO Exp		0.5588** (0.2477)		0.1196 (0.5875)		-0.9043 (1.0146)		1.1646*** (0.3101)
CFO Exp ×ROA		0.0427 (0.0697)		-0.0248 (0.1599)		-0.2806 (0.2225)		0.0597 (0.0847)
ROA	-0.0087 (0.0109)	-0.0057 (0.0041)	-0.0002 (0.0134)	-0.0048 (0.0046)	-0.0169 (0.0327)	-0.0056 (0.0074)	0.0185 (0.0256)	-0.0051 (0.0052)
控制变量	控制	控制	控制	控制	控制	控制	控制	控制
控制行业	控制	控制	控制	控制	控制	控制	控制	控制
常数项	-3.9688*** (0.9105)	-2.4738*** (0.8002)	-3.9451*** (1.4502)	-1.7876 (1.1971)	-4.1806** (1.8784)	-3.2778* (1.8068)	-6.6479*** (1.5267)	-2.4780* (1.4278)

注:\*\*\*  $p < 0.01$ , \*\*  $p < 0.05$ , \*  $p < 0.1$ ; 括号内为标准误。

根据表 5 结果可知,在全样本回归结果中,CEO 海外经历与资产回报率 (ROA) 的交叉项系数显著为正,在后续第二、三、四次以及之后的跨国并购中,交叉项系数均为正,表明 ROA 对 CEO 海外经历和跨国并购等待时间之间起到了显著的正向调节作用。这说明随着企业 ROA 的提升,即随着企业资源丰富程度的提升,具有海外经历的 CEO 倾向于促进企业缩短后续跨国并购等待时间、加快后续跨国并购的速度。同时,CFO 海外经历与 ROA 的交叉项无论是在全样本还是在各个阶段的并购过程中均不显著,表明 ROA 的提升并不能显著影响 CFO 海外经历和跨国并购等待时间之间的关系,ROA 在 CFO 海外经历与后续跨国并购等待时间之间的调节效应并不显著。

从表 6 的结果可以看出,无论是在总体样本还是在第二、第三、第四次及之后的样本中,CEO 海外经历与政治关联的交叉项均不显著,这说明 CEO 的政治关联并不能对 CEO 海外经历与跨国并购等待时间之间的关系产生影响,调节效应不显著,CEO 的政治关联并不能制约 CEO 海外经历对跨国并购速度的影响。与 CEO 检验结果不同的是,CFO 海外经历与政治关联的交叉项均显著为负,说明 CFO 的政治关联对 CFO 海外经历和跨国并购等待时间之间的关系起到显著的调节作用。当 CFO 具有一定的政治关联时,CFO 海外经历加快跨国并购等待时间的作用会被削弱,即 CFO 海外经历促进企业加快跨国并购的作用会受到政治关联的限制。从上述结果可以看出,CEO 海外经历与跨国并购等待时间之间的关系变动对 ROA 的影响更为敏感,而 CFO 海外经历与跨国并购等待时间之间的关系变动对 CFO 的政治关联更为敏感。

表 6 高管海外经历、管理自主权 (政治关联) 与后续海外并购等待时间

变量	全样本		第二次跨国并购		第三次跨国并购		第四次及之后 跨国并购	
	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)	(7)	(8)
CEO Exp	0.3671* (0.2140)		0.5056 (0.3158)		0.7779* (0.4242)		0.2469 (0.3975)	
CEO Exp ×Politics	-0.1362 (0.2688)		0.1189 (0.3266)		-0.0467 (0.4954)		0.1934 (0.5129)	
CFO Exp		0.5880* (0.3194)		0.2249 (0.5693)		0.1953 (0.7169)		1.1328*** (0.3953)
CFO Exp ×Politics		-14.2361*** (1.1251)		-11.3616*** (1.3726)		-15.2248*** (1.3356)		-14.1333*** (1.2680)
Politics	-0.2017 (0.1518)	0.0217 (0.3829)	-0.1810 (0.1997)	-0.8762 (0.7779)	-0.2734 (0.3100)	0.7638 (0.5834)	-0.4838* (0.2634)	-0.4392 (0.6707)
控制变量	控制	控制	控制	控制	控制	控制	控制	控制
控制行业	控制	控制	控制	控制	控制	控制	控制	控制
常数项	-3.8667*** (1.0801)	-2.5018** (1.0470)	-3.8773** (1.5892)	-1.8179 (1.4925)	-4.2761** (2.1060)	-3.4558 (2.1809)	-6.6324*** (1.7363)	-2.5912 (1.8884)

注:\*\*\* p < 0.01, \*\* p < 0.05, \* p < 0.1; 括号内为标准误。

### (三) 内生性检验

#### 1. 倾向得分匹配法

本文首先采用倾向得分匹配法 (PSM) 对可能存在的内生性问题进行控制。按照倾向得分匹配法的思想,以企业高管是否具有海外背景为分组标准,将样本区

分为实验组和控制组,以高管年龄、性别、政治关联、企业资产回报率、企业负债率以及行业等要素作为协变量,采用核匹配的方法进行匹配,保证两组样本在除了企业高管是否具有海外背景以外,其他特征尽可能相似。而后使用匹配后得到的样本,采用生存分析法,就 CEO 或 CFO 海外经历对企业后续海外并购等待时间的影响进行研究。

表7 CEO、CFO 海外经历对企业后续跨国并购等待时间的影响(倾向得分匹配)

变量	CEO 海外经历				CFO 海外经历			
	全样本	第二次 并购	第三次 并购	第四次及 之后并购	全样本	第二次 并购	第三次 并购	第四次及 之后并购
Exp	0.3681** (0.1849)	0.5177* (0.2841)	0.7616** (0.3806)	0.5012 (0.3227)	0.4378 (0.3111)	0.1266 (0.5694)	-0.1644 (0.7562)	1.0314*** (0.3924)
控制变量	控制	控制	控制	控制	控制	控制	控制	控制
控制行业	控制	控制	控制	控制	控制	控制	控制	控制
常数项	-3.9380*** (1.0887)	-3.9555** (1.5883)	-4.2964** (2.0736)	-6.4744*** (1.7235)	-2.7681** (1.0806)	-1.8971 (1.5773)	-3.5533 (2.1990)	-2.9105 (1.9086)

注:\*\*\*  $p < 0.01$ , \*\*  $p < 0.05$ , \*  $p < 0.1$ ; 括号内为标准误。

从表7的回归结果可以看出,倾向得分匹配修正后样本的计算结果与前文基本一致。从CEO的角度来看,在全样本以及第二次和第三次海外并购的样本中,CEO海外经历的系数均显著为正,表明总体来看,有海外经历的CEO对企业缩短早期后续海外并购的等待时间有显著的促进作用,但对第四次及之后的跨国并购等待时间并没有产生显著的影响作用。从CFO的回归结果来看,其全样本回归结果与表4稍有不同。CFO海外经历的系数在全样本回归中并不显著,但与表4相同的是,CFO海外经历的系数在第四次及之后的跨国并购样本中显著为正,表明CFO海外经历可以在后期的海外并购过程中显著促进企业缩短其海外并购等待时间。

## 2. Heckman 两阶段模型

借鉴Wen和Song(2017)<sup>[24]</sup>的研究,本文还采用Heckman两阶段模型对可能存在的内生性问题进行修正。在第一阶段概率模型的估计中,以企业高管是否具有海外经历作为因变量。参考Ang等(2014)<sup>[25]</sup>、柳光强和孔高文(2018)<sup>[26]</sup>的研究,选用“1920年前我国各个省份教会大学的数量”<sup>①</sup>。作为自变量,因为这一变量在一定程度上代表了历史上西方文化对不同省份的影响程度。受到西方文化影响较大的地区,当地居民思想更为开放,且有更多机会接触西方文化,因此这一地区的居民更有可能去国外深造,回国后更有可能回到本地工作(柳光强和孔高文,2018)<sup>[26]</sup>。同时,这一变量为历史数据,并不会对当前企业海外并购等待时间产生影响,满足外生要求。而后将第一阶段估计所得到的逆米尔斯比率加入到第二阶段模型中以修正内生性问题。

表8显示的是以企业CEO海外经历为自变量的Heckman模型的第二阶段的回

①数据来源:《1901-1920年基督教调查资料》,中华续行委员会调查特委,中国社会科学出版社,2007。

归结果。从回归结果可以看出,当逆米尔斯比率包含在回归方程时,企业 CEO 海外经历的系数依然显著为正,这表明有海外经历的 CEO 确实可以显著缩短企业后续跨国并购等待时间,与前文结论相同。有所不同的是,企业 CEO 海外经历的作用在第四次及之后的跨国并购中作用为更显著。

表 8 CEO 海外经历对企业后续跨国并购等待时间的影响

变量	全样本	第二次跨国并购	第三次跨国并购	第四次及之后跨国并购
CEO oversea	1.9034 ** (1.0518)	0.3204 (1.9769)	-1.4543 (2.3848)	3.1799 ** (1.5357)
Inverse Mills Ratio	-0.8769 * (0.5717)	0.1116 (1.1036)	1.2085 (1.2897)	-1.5590 * (0.8231)
控制变量是否控制	是	是	是	是

注: \*\*  $p < 0.05$ , \*  $p < 0.1$ ; 括号内为标准误。

表 9 显示的是以企业 CFO 海外经历为自变量的 Heckman 模型的第二阶段的回归结果。从全样本的回归结果可以看出,当逆米尔斯比率包含在回归方程时,企业 CFO 海外经历的系数依然显著为正 (3.0761),这表明有海外经历 CFO 确实可以显著缩短企业后续跨国并购等待时间,与前文结论相同。从区分并购次数的回归结果来看,与表 4 所展示的结果也基本相同,同样, CFO 高管的海外经历在第四次及之后跨国并购中缩短等待时间的作用更为显著。

表 9 CFO 海外经历对企业后续跨国并购等待时间的影响

变量	全样本	第二次跨国并购	第三次跨国并购	第四次及之后跨国并购
CFO oversea	3.0761 ** (1.4928)	-1.2304 (3.6761)	2.2496 (3.6678)	0.8406 * (2.3367)
Inverse Mills Ratio	-1.3178 * (0.7562)	0.6419 (1.6566)	-1.1784 (1.8239)	0.0989 * (1.2056)
控制变量是否控制	是	是	是	是

注: \*\*  $p < 0.05$ , \*  $p < 0.1$ ; 括号内为标准误。

#### 四、结论

本文采用动态能力理论,重点研究企业高管团队成员 (CEO 与 CFO) 的海外经历对企业后续海外并购等待时间的影响,并考虑管理自主权对这一影响关系的调节作用。使用包含了 1992—2016 年我国上市公司的 932 项海外并购事件数据进行检验,结果表明:总体而言,CEO 与 CFO 的海外经历均对企业后续跨国并购的等待时间有显著的缩短作用,即具有海外经历的高管人员可以显著增加企业近期进行跨国并购的概率,促进后续海外并购的快速进行。但在区分不同的后续跨国并购阶段后二者又存在一定的区别。对于早期的后续海外并购阶段而言,CEO 海外经历对于企业后续跨国并购的促进作用更为显著;而对于后期的后续海外并购阶段而言,CFO 海外经历对企业后续跨国并购的促进作用更为显著。

同时,本文考虑了管理自主权的调节作用,发现资源充足度的调节效应在

CEO 海外经历与企业后续海外并购等待时间的关系中更为显著,对 CFO 海外经历的调节作用不明显。而政治关联则对 CFO 海外经历与等待时间之间的调节作用更为显著,对 CEO 海外经历与等待时间之间的调节作用不显著。

据此,本文提出以下建议:首先,在引进高管团队相关人才时,应根据企业国际化发展的阶段以及海外投资目的,选择不同特质的相关人才;其次,只有在拥有一定的管理自主权时,高管团队才能发挥其应有的作用;最后,建立恰当的公司治理结构,明确 CEO 和 CFO 在企业决策过程中发挥的作用并不相同,同时不同类型的管理自主权对二者决策的影响也不尽相同。

### [参考文献]

- [1]李四海,江新峰,宋献中. 高管年龄与薪酬激励:理论路径与经验证据[J].中国工业经济,2015(5):122-134.
- [2]李小荣,刘行. CEO vs CFO:性别与股价崩盘风险[J].世界经济,2012(12):102-129.
- [3]黄胜,叶广宇,申素琴,等. 企业国际化速度研究述评[J].科研管理,2017,38(6):125-134.
- [4]MUDAMBI R, ZAHRA S A. The Survival of International New Ventures[J].Journal of International Business Studies, 2007, 38(2):333-352.
- [5]KHAN Z, LEW K Y. Post-entry Survival of Developing Economy International New Ventures: A Dynamic Capability Perspective[J].International Business Review, 2018(27):149-160
- [6]AUTIO E, GEORGE G, ALEXY O. International Entrepreneurship and Capability Development—Qualitative Evidence and Future Research Directions[J].Entrepreneurship Theory & Practice, 2011, 35(1):11 - 37.
- [7]TEECE D J, PISANO G, SHUEN A. Dynamic Capabilities and Strategic Management[J].Strategic Management Journal, 1997, 18(7):509-533.
- [8]ZAHRA S A, SAPIENZA H J, DAVIDSSON P. Entrepreneurship and Dynamic Capabilities: A Review, Model and Research Agenda[J].Journal of Management Studies, 2006, 43(4):917-955.
- [9]CHANDRA Y, STYLES C, WILKINSON I F. An Opportunity-Based View of Rapid Internationalization[J].Journal of International Marketing, 2013, 20(1):74-102.
- [10]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):185-193.
- [11]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,2017,38(12):111-126.
- [12]危平,毛晓丹. 高管网络能否缓解企业跨国并购面临的融资约束——来自中国的经验证据[J].国际贸易问题,2017(6):83-93.
- [13]HAMBRICK D C, CHEN C M J. The Influence of Top Management Team Heterogeneity on Firms' Competitive Moves[J].Administrative Science Quarterly, 1996, 41(4):659-684.
- [14]袁建国,范文林,程晨,等. CFO 兼任董事能促进公司提高投资效率吗——来自中国上市公司的经验证据[J].管理评论,2017,29(3):62-73.
- [15]连燕玲,周兵,贺小刚,等. 经营期望、管理自主权与战略变革[J].经济研究,2015,50(8):31-44.
- [16]CROSSLAND C, HAMBRICK D C. Differences in Managerial Discretion across Countries: How Nation-Level Institutions Affect the Degree to Which CEOs Matter[J].Strategic Management Journal, 2011, 32(8):797-819.
- [17]张长征,李怀祖,赵西萍. 企业规模、经理自主权与 R&D 投入关系研究——来自中国上市公司的经验证据[J].科学学研究,2006,24(3):432-438.
- [18]XIE Q. CEO Tenure and Ownership Mode Choice of Chinese Firms: The Moderating Roles of Managerial Discretion[J].International Business Review, 2014, 23(5):910-919.

- [19] FINKELSTEIN S, HAMBRICK D C. Top-Management-Team Tenure and Organizational Outcomes: The Moderating Role of Managerial Discretion[J]. *Administrative Science Quarterly*, 1990, 35(3):484-503.
- [20] 杨波, 张佳琦, 吴晨. 企业所有制能否影响中国企业海外并购的成败[J]. *国际贸易问题*, 2016(7): 97-108.
- [21] 杨波, 张佳琦. 海外并购与绿地投资选择研究: 基于企业异质性视角[J]. *国际贸易问题*, 2017(12): 117-127.
- [22] 倪中新, 花静云, 武凯文. 我国企业的“走出去”战略成功吗——中国企业跨国并购绩效的测度及其影响因素的实证研究[J]. *国际贸易问题*, 2014(8): 156-166.
- [23] 顾露露, 雷悦, 蔡良. 中国企业海外并购绩效的制度环境解释——基于倾向配比评分的全现金支付方式分析[J]. *国际贸易问题*, 2017(12): 36-46.
- [24] WEN W, SONG J. Can Returnee Managers Promote CSR Performance? Evidence from China[J]. *Frontiers of Business Research in China*, 2017(11): 1-26.
- [25] ANG J S, CHENG Y, WU C. Does Enforcement of Intellectual Property Rights Matter? Evidence from Financing and Investment Choices in the High Tech Industry[J]. *The Review of Economics and Statistics*, 2014(96): 332-348.
- [26] 柳光强, 孔高文. 高管海外经历是否提升了薪酬差距[J]. *管理世界*, 2018, 34(8): 130-142.

(责任编辑 王 瀛)

## Executives' Overseas Experiences, Managerial Discretion and Waiting Time of Subsequent Overseas M&As

YANG Na CHEN Ye LI Ang

**Abstract:** Overseas Mergers and Acquisitions (M&A) is an important way for companies to internationalize, but the current theoretical research tends to focus on firms' initial internationalization. Based on 932 overseas M&A events in China from 1992 to 2016, this paper assessed the effect of overseas experiences of the corporate top management team (CEO and CFO) on the waiting time of subsequent overseas M&A by applying dynamic capability theory. Our research also considered the moderating effect of managerial discretion. The results show that the CEO and CFO's overseas experiences can significantly shorten the waiting time of subsequent overseas M&As. However, in the early stages of multiple subsequent overseas M&As (the second and third subsequent M&As), the CEO's overseas experiences have a more significant impact on the waiting time for subsequent overseas M&As. In the later stages (the fourth and subsequent overseas M&As), the CFO's overseas experiences is more significant. Lastly, the results confirm the significant moderating effect of managerial discretion on the relationship between the executives' overseas experiences and waiting time of subsequent overseas M&As. Our study has important managerial implications for Chinese enterprises to speed up the process of internationalization and introduce talents in the future.

**Keywords:** Executives' Overseas Experience; Managerial Discretion; Subsequent Overseas M&As; Waiting Time