

CEO 特征对跨国并购企业风险 管理水平的连锁影响 ——从风险承担到财务风险

魏彦杰, 钟 娟, 邢孝兵

(安徽财经大学 国际经济贸易学院, 安徽 蚌埠 233030)

摘要: 加强企业国际化中的风险管理, 对推动中国企业高质量“走出去”具有重要意义。本文使用 2008—2020 年 A 股上市公司数据, 考察了 CEO 特征对并购方企业风险承担水平的影响及作用机制, 以及由此带来的财务风险水平变化。研究发现, CEO 海外工作经历或其持股利益以及二者组合而成的“经验—利益”特征均能有效降低中国并购方企业的风险承担, 且这一结论具有稳健性。机制检验表明: 具有“经验—利益”特征的 CEO 通过运用降低财务杠杆和提升总资产周转率的组合策略, 抑制了并购方企业的风险承担; CEO 特征对并购方企业风险承担的抑制作用在不同融资约束水平、股权制衡度、东道国制度环境以及双边政治关系下都存在异质性; CEO 特征通过抑制并购方企业的风险承担, 还能进一步降低企业财务风险。本文研究结论从管理者角度为提升中国企业国际化发展的风险管理水平提供了新思路。

关键词: CEO“经验—利益”特征; 跨国并购; 风险承担水平; 财务风险

[中图分类号] F125, F275, F276 [文献标识码] A [文章编号] 1002-4034(2025)03-0136-21

引 言

近年来, 中国对外直接投资 (OFDI) 发展迅速, 至 2021 年 OFDI 流量已连续十年排名全球前三。跨国并购发展尤其迅猛, 2002—2020 年跨国并购额年均增长率达 180%, 且跨国并购在 OFDI 中的占比更高, 2008—2020 年跨国并购与绿地投资

[收稿日期] 2024-02-06

[基金项目] 国家社会科学基金一般项目“‘逆全球化’下中国战略资产寻求型对外直接投资的抗压机制和回馈效应研究” (19BJL119)

[作者简介] 魏彦杰 (1973—), 男, 河南平顶山人, 安徽财经大学国际经济贸易学院副教授, 博士, 研究方向: 对外直接投资; (通讯作者) 钟娟 (1980—), 女, 河南新野人, 安徽财经大学国际经济贸易学院副教授, 博士, 研究方向: 对外直接投资、产业可持续发展; 邢孝兵 (1974—), 男, 安徽肥东人, 安徽财经大学国际经济贸易学院教授, 博士, 研究方向: 对外直接投资及风险

额之比约为1.5:1^①。但是较之绿地投资,跨国并购在后续整合过程中不仅涉及组织、财务和企业文化等多维度,还受到东道国和母国之间经济、社会等多方面差异的影响,难度高、风险大,给企业风险管理带来较大挑战(Siegel等,2013)。

在跨国并购引发的风险管理问题中,有两方面值得中国企业特别关注。其一,并购活动可能会增加企业风险承担,即加剧风险偏好。因为风险承担作为反映企业风险追求程度的指标(Amihud和Lev,1981),它与企业扩张战略的激进程度正相关(张先治和柳志南,2017;Shahzad等,2019)。而中国企业习惯于每年至少两三次中小规模海外并购以实现超过公司价值10%的外延增长^②,这一激进并购策略极易引发高风险承担。同时,激进并购带来的快速国际化也容易超出企业有限的吸收能力,引发“时间压缩不经济”(Dierickx和Cool,1989),损害企业绩效。随着绩效不达预期,前景理论(Kahneman和Tversky,1979)认为,损失厌恶心理将进一步加剧企业的风险偏好。其二,激进并购带来的高风险承担可能加剧企业财务风险,即增大风险敞口。高风险承担不仅会导致更多债务、更短债务平均期限以及更高融资成本(Demonier等,2015;王化成等,2016;顾小龙等,2017;胡刘芬,2021)。而且,“风险—收益”悖论认为,高风险承担会增加企业隐性成本,降低收益(Palmer和Wiseman,1999),董保宝(2014)针对中国企业的研究也有类似结论。

事实上,中国企业海外并购中的风险管理问题由来已久,为了最大化地利用并购目标价值,“蛇吞象”式并购、连续性并购、高杠杆并购以及高溢价并购等现象频出,过于快速和激进的并购策略不仅加剧风险偏好,也不断累积财务风险。随着时间推移,这一弊端近年来开始集中暴露,许多跨国并购企业出现财务危机,出售和转让海外资产的市场收缩行为急剧增多(王琳君等,2022)。李燕和李应博(2016)、Schoenberg和Bowman(2010)认为,由于存在对目标企业的估值风险、并购交易的融资和支付风险以及并购完成后的内部整合风险,海外并购反而有可能降低企业绩效、加大财务风险。而要缓解这一问题,关键在于优化管理层决策,因为无论并购中的风险管理不善来自于管理层在风险识别、评估与控制方面缺乏经验又急于求成(Schoenberg和Bowman,2010),还是代理问题导致管理层出于私利实施激进的并购行为(Yim,2013;Zhang等,2016),其根源都在于管理层的经验或利益特征无法支撑企业高质量“走出去”,不仅错误估计了并购收益,也缺乏足够的能力和意愿来解决并购中的经营管理问题,最终损害并购企业的长期绩效。

学术界目前并未对中国企业国际化中可能遭遇的风险管理问题给予足够关注,大量文献都集中于如何“走出去”,对于“走出去”后的风险管理以及CEO特征在其中的角色却鲜有涉及。鉴于此,本文基于中国跨国并购企业风险管理中的两个重要

①跨国并购数据来自普华永道2008—2020年《中国企业并购市场回顾与前瞻》, <https://www.pwccn.com> (访问日期2023-01-03);绿地投资数据来自FDI Markets数据库, <https://app.fdimarkets.com> (访问日期2023-01-03)。

②麦肯锡公司将中国企业的这种跨国并购行为称作“有中国特色的系统性并购战略”。

方面——风险承担和财务风险，实证分析 CEO 特征对并购方企业风险承担的抑制作用及其机制，并在不同东道国特征和企业特征下探讨其异质性；随后拓展性研究 CEO 特征通过抑制企业风险承担给其财务风险带来的纾解效应。

本文可能的创新在于：一是本文更关注中国企业“走出去”之后的风险管理问题，提供了通过抑制企业风险承担水平进而降低其财务风险的经验证据。二是将 CEO 特征与并购方企业风险承担水平相结合，从经验和利益特征角度审视管理者的风险偏好抑制作用，有助于加深企业国际化中有关管理者角色的理论探讨。三是明晰了 CEO 特征之所以能降低并购方企业风险承担的机制原理，解释了这类管理者在并购方企业中运用“低杠杆+快周转”稳健财务战略的重要意义。四是拓展性研究了中国并购方企业风险承担水平与财务风险水平之间的联系，尤其是 CEO 特征通过抑制风险承担水平进而降低企业财务风险的积极效应。

一、理论分析与研究假说

（一）管理者因素对并购方企业风险承担的抑制作用

在影响风险承担的因素中管理者最为重要。其中，高管背景和高管持股对管理者行为的影响最为强烈，可能会改变并购方企业的风险偏好。

第一，高阶梯队理论认为，高管特质和背景决定其战略决策（Finkelstein 等，2009）。其中，教育和工作经历所反映的管理者知识特征对企业国际化非常重要，知识丰富的管理者更可能处理复杂信息和应对困难情况（Hambrick，2007），从而在国际化这种需要在不同国别环境下处理新信息和新问题的复杂活动中取得成功（Ram'on-Llorens 等，2017）。管理者的海外知识特征对中国企业国际化尤其重要，具有海外教育或工作经历的管理者拥有宝贵的专业知识、经验、海外关系网络与业务资源，能够更好地把握国际市场机遇和降低海外经营风险（Giannetti 等，2015；Dai 等，2018），进而加快中国企业海外投资经验的学习过程和风险管理水平。

第二，代理理论的“管理层风险规避假说”认为，当高管持股将管理层财富与公司紧密相连，一旦决策激进导致投资失败，管理者将损失惨重，所以高管趋向避免承担过高风险（Gormley 等，2013；Lefebvre 和 Vieider，2014）。有关高管持股要求（Stock Ownership Requirement，SOR）的研究也有类似结论，虽然 SOR 通过将经理人财富和股东利益挂钩来解决代理问题，但高管持股结构的单一化使其更多地面对公司的特殊风险，促使管理者表现出风险规避（Brisley 等，2021）。

可见，管理者的海外知识特征或其持股所带来的财富利益都可能会促使其针对所在并购方企业的高风险承担采取行动。尤其是当这种经验特征和利益特征相结合时，管理者将对企业风险承担表现出更强的调控意愿和能力。因为随着持股利益从无到有，CEO 更有动力充分施展其跨国管理经验，而 CEO 要对其持股利益所面临的风险更敏感且应对更得当，也离不开丰富的海外工作经历的支撑。据此，本文提出：

假说 1 CEO 的海外工作经历、持股利益以及由二者组合而成的“经验—利益”特征均能降低并购方企业的风险承担水平。

(二)管理者因素抑制并购方企业风险承担水平的作用机制

第一,降低财务杠杆可能是具有“经验—利益”特征的CEO用以抑制中国并购方企业风险承担水平的途径之一。因为成熟的跨国企业往往强调财务柔性,更关注未使用的负债能力。优先偿还债务和主动控制负债将约束企业盲目投资于负净现值的项目,降低其风险偏好,并为随后更有价值的并购积聚筹资能力(Harford等,2009)。具有海外工作经历的CEO更熟悉这类财务技巧,受其影响也更深。这种经验将伴随着其职业生涯被吸收进所在企业的组织学习过程,使得拥有这类CEO的中国并购方企业表现出更低的风险偏好。高管持股也有类似作用,Brisley等(2021)针对美国企业的研究发现,有高管持股要求(SOR)的公司,其CEO会降低杠杆以控制所面临的财务风险增加,其并购活动也更强调低风险。

第二,提升资产周转速度也可能是“经验—利益”CEO用以控制中国并购方企业风险承担水平的途径之一。因为增加市场份额也是跨国并购的重要目的,因此对具有“经验—利益”特征的CEO而言,如果审慎的并购和降低杠杆在抑制并购方企业风险偏好的同时减缓了市场开拓步伐,这并不符合股东利益。“经验—利益”CEO需要实现不依赖高负债的收入增长,即加快总资产周转速度,通过提高全部资产从投入到产出的流转速度来支撑收入增长,以保证风险承担水平的降低不损害企业长远利益,帮助企业获得较高的经营效率。前景理论也认为,企业只有当经营良好时(如优于行业平均水平),才可能降低风险追求(Kahneman和Tversky,1979)。

第三,杜邦分析法显示,更高的资产周转速度往往能够抵消负债降低所引发的杠杆效应下降,以较低的资产规模实现较高的收入增长,进而为企业将负债降低到合理水平提供前提条件。因此,在“经验—利益”CEO抑制企业风险承担的机制渠道中,总资产周转率与财务杠杆之间可能是链式关系,而非并行关系。

据此,本文提出:

假说2 CEO“经验—利益”特征通过降低财务杠杆,抑制了企业风险承担水平;

假说3 CEO“经验—利益”特征通过加快总资产周转率,抑制了企业风险承担水平;

假说4 在CEO“经验—利益”特征影响并购方企业风险承担水平的中介渠道中,总资产周转率和财务杠杆之间存在链式中介关系。

(三)管理者因素通过抑制风险承担水平降低并购方企业的财务风险

高风险承担水平会导致更多债务、更短债务平均期限以及更高融资成本(Demonier等,2015;王化成等,2016;顾小龙等,2017;胡刘芬,2021)。由此,如果并购方企业具有较高风险承担水平,无疑会加重企业资金压力,而并购交易执行中的资金和支付风险又会进一步放大这种压力,带来较高财务风险(Dube和Glascok,2006)。因此,如果“经验—利益”CEO能够降低并购方企业的风险承担水平,且这种有利作用来自CEO有意识地加快资产周转速度并降低财务杠杆,那么资产流转速度的加快和财务柔性的增强都将提升现金充裕程度并保护未来的筹资能力,从而避免中国企业在跨国并购中耗竭资金储备,出现资金链断裂和业绩大幅滑坡。据此,本文提出:

假说5 “经验—利益”CEO通过抑制企业风险承担水平,进一步降低了财务风险。

二、研究设计

(一) 模型设定

1. 基准模型

为了检验 CEO“经验—利益”特征对并购方企业风险承担水平的影响，构建如下模型：

$$Risk_{it} = \alpha_0 + \alpha_1 CEO_{it} + \alpha_2 Controls_{ict} + \lambda_i + \lambda_c + \lambda_t + \varepsilon_{it} \quad (1)$$

式(1)中，下标 i 、 c 和 t 分别代表并购方企业、东道国和年份。被解释变量 $Risk_{it}$ 表示企业 i 在第 t 年的风险承担水平，包含 $Risk1$ 和 $Risk2$ 两个指标；核心解释变量 CEO_{it} 表示企业 i 在第 t 年的 CEO 特征，包括“经验—利益”特征 (Ceo)、经验特征 ($Ceosea$)、利益特征 ($Ceosea$)； $Controls_{ict}$ 为控制变量。 λ_i 、 λ_c 和 λ_t 分别代表个体、国家和年份固定效应， ε_{it} 为随机扰动项。

2. 机制检验模型

为了验证假说 2 至假说 4，探究财务杠杆 ($Lever$) 和总资产周转率 ($Turn$) 的中介效应，本文构建以下模型：

$$M_{it} = \beta_0 + \beta_1 CEO_{it} + \beta_2 Controls_{ict} + \lambda_i + \lambda_c + \lambda_t + \varepsilon_{it} \quad (2)$$

$$Risk_{it} = \gamma_0 + \gamma_1 M_{it} + \gamma_2 CEO_{it} + \gamma_3 Controls_{ict} + \lambda_i + \lambda_c + \lambda_t + \varepsilon_{it} \quad (3)$$

式(2)和式(3)中， M_{it} 为机制变量，包括财务杠杆 ($Lever$) 和总资产周转率 ($Turn$)。

(二) 数据来源与样本选取

选取研究对象为 2008—2020 年进行过跨国并购的 A 股上市公司^①，由于本文关注点是 CEO 特征对并购方企业风险承担水平的影响及其作用机制，所以仅保留企业跨国并购行为发生当年及之后年份的样本。数据来自国泰安数据库 (CSMAR)，并做如下处理：一是剔除并购目的地为中国香港地区、澳门地区、台湾省，开曼群岛，维尔京群岛，以及百慕大群岛的样本，以便更好地匹配控制变量中的东道国特征并避免“返程投资”现象；二是剔除金融类上市公司；三是剔除 ST、*ST 的上市公司；四是对所有连续变量进行上下 1% 水平的缩尾处理；五是删除基准回归中各变量的缺失值。经处理后，共得到 3 609 个非平衡样本，涉及 702 家企业。

(三) 变量说明与描述性统计^②

1. 核心解释变量

①CEO 经验特征 ($Ceosea$)。使用 CEO 海外工作经历作为 $Ceosea$ 的代理变量，如果 CEO 拥有海外工作经历， $Ceosea$ 赋值为“1”，否则赋值为“0”。②CEO 利益特

①确定有跨国并购行为的企业的删选方法如下：使用 CSMAR 中国上市公司海外并购数据库，依据企业跨国并购事件代码，将“交易信息总表”“交易信息涉及表”及“交易标的明细表”进行匹配，按照“证券代码—年份—东道国—并购金额”格式，得到企业每笔跨国并购行为的信息，再排除“取消方案、董事会否决、证监会否决、停止实施”的跨国并购行为。

②变量说明与描述性统计见表 1。

征(*Ceosha*)。使用 CEO 持股比例作为 *Ceosha* 的代理变量。③CEO“经验—利益”特征(*Ceo*)。该变量为 CEO 经验特征(*Ceosea*)和 CEO 利益特征(*Ceosha*)的合成项。第一步,使用 Min—Max 标准化方法($(X-\text{Min})/(\text{Max}-\text{Min})$)将每年度的 CEO 持股比例(*Ceosha*)最小值转换为 0,最大值转换为 1,对 *Ceosha* 进行 0~1 变换^①。第二步,将 CEO 海外工作经历虚拟变量(*Ceosea*)和经过 0~1 变换后的 CEO 持股比例变量(*Ceosha*)相加,得到合成变量 *Ceo*。

表 1 变量说明与描述性统计

变量	变量说明	样本量	平均值	标准差	最小值	最大值
<i>Risk1</i>	企业风险承担水平(标准差)	3 609	0.032 3	0.044 8	0.000 1	0.395 2
<i>Risk2</i>	企业风险承担水平(极差)	3 609	0.061 0	0.083 1	0.000 1	0.767 3
<i>Ceo</i>	CEO“经验—利益”特征合成项	3 609	0.162 1	0.349 9	0.000 0	2.000 0
<i>Ceosea</i>	CEO 是否拥有海外工作经历	3 609	0.102 6	0.293 9	0.000 0	1.000 0
<i>Ceosha</i>	CEO 持股比例	3 609	0.039 5	0.102 3	0.000 0	0.762 2
<i>Age</i>	观测年份—成立年份	3 609	18.167 4	5.777 6	1.000 0	53.000 0
<i>Size</i>	ln(总资产)	3 609	22.705 1	1.342 4	17.878 7	28.542 7
<i>Lev</i>	总负债/总资产	3 609	0.473 9	0.191 4	0.007 9	0.961 7
<i>Roe</i>	净利润/股东权益平均余额	3 609	0.043 3	0.303 5	-8.540 3	2.528 9
<i>Cash</i>	货币资产/总资产	3 609	0.160 8	0.105 8	0.001 2	0.774 3
<i>Growth</i>	营业收入增长率	3 609	0.028 4	0.233 2	-0.096 0	5.895 6
<i>Board</i>	ln(董事会人数)	3 609	2.249 6	0.183 5	1.791 8	2.944 4
<i>Ratio</i>	独立董事/董事人数	3 609	37.587 2	5.744 1	16.670 0	80.000 0
<i>Dual</i>	董事长是否兼任 CEO	3 609	0.281 5	0.449 8	0.000 0	1.000 0
<i>BL</i>	东道国 FDI 限制程度	3 609	0.086 5	0.063 3	0.004 0	0.390 0
<i>IQ</i>	东道国制度质量指数	3 609	1.158 5	0.508 4	-1.163 2	1.859 1
<i>Bip</i>	是否订立国际投资保护双边条约	3 609	0.758 7	0.428 0	0.000 0	1.000 0
<i>Lever</i>	(净利润+所得税费用+财务费用)/ (净利润+所得税费用)	3 198	1.637 4	2.049 2	0.089 5	22.187 9
<i>Turn</i>	营业收入/资产总额期末余额	3 609	0.616 8	0.413 4	0.003 3	3.511 3

①对 CEO 持股比例(*Ceosha*)进行 0~1 变换是为了和 0、1 虚拟变量 *CEO* 经验特征(*Ceosea*)保持变量数值区间一致,保证 *Ceosha* 和 *Ceosea* 对“经验—利益”合成项(*Ceo*)有同比例影响。

2. 被解释变量

企业风险承担水平(*Risk*)。参考 John 等(2008)的做法,使用经行业均值调整后的息税前利润率 *Roa*(息税前利润/期末总资产)波动程度作为风险承担水平的代理变量, *Risk1* 和 *Risk2* 分别为 3 年滚动窗口期($t-1$ 期、 t 期和 $t+1$ 期)下行业均值调整后的 *Roa* 标准差和极差,该指标数值越大代表风险承担水平越高,即企业风险偏好越强。

3. 控制变量

①企业特征层面:企业存续时间(*Age*)、企业规模(*Size*)。②企业经营层面:资产负债率(*Lev*)、净资产收益率(*Roe*)、现金持有水平(*Cash*)、成长能力(*Growth*)。③公司治理层面:董事会规模(*Board*)、独立董事占比(*Ratio*)、两职合一(*Dual*)为虚拟变量,若董事长兼任 CEO 则赋值为“1”,否则赋值为“0”。④东道国投资环境层面^①:投资限制指数(*BL*)为 OECD 对世界各国 FDI 限制程度的打分,介于 0~1 之间,分数越高则限制程度越大;东道国制度质量(*IQ*)为六项指标(话语权与问责制、政治稳定与杜绝暴力、政府效率、监管质量、法治水平和腐败控制)的复合指数,数值越接近 2.5,则制度质量越高;双边投资协定(*Bip*)为虚拟变量,若东道国与中国之间订立有国际投资保护双边条约则赋值为“1”,否则赋值为“0”。

4. 机制变量

财务杠杆(*Lever*)为净利润、所得税费用和财务费用的总额与净利润和所得税费用总额的比值。总资产周转率(*Turn*)为营业收入与资产总额期末余额的比值。

三、实证结果与分析

(一)CEO“经验—利益”特征对并购方企业风险承担水平的影响

1. 基准回归分析

表 2 汇报了基准回归结果,列(1)和列(5)显示 CEO“经验—利益”特征(*Ceo*)与并购方企业风险承担水平(*Risk1* 和 *Risk2*)显著负相关,在加入控制变量后,两者关系仍保持不变,见列(2)和列(6),说明 CEO“经验—利益”特征能有效降低并购方企业的风险承担。列(3)和列(4)、列(7)和列(8)结果显示,CEO 经验特征(*Ceosea*)或 CEO 利益特征(*Ceosha*)也都具有相同作用。假说 1 得证。

①东道国的设定方法如下:首先,以企业首次跨国并购的目的地作为东道国,如果该年份企业发生多笔并购,则选取投资金额最大的目的地作为东道国。其次,如果随后年份出现投资额更大且目的地不同的并购,则将新的并购目的地作为东道国,反之则保持东道国不变。如果企业在样本期内的不同年份有不同的投资东道国,则投资限制指数(*BL*)和东道国制度质量(*IQ*)使用投资金额作为权重,并进行加权计算。

表 2 基准回归结果

项目	被解释变量 <i>Risk1</i>				被解释变量 <i>Risk2</i>			
	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)	(7)	(8)
<i>Ceo</i>	-0.009 2*** (-2.57)	-0.011 0*** (-3.08)	—	—	-0.017 4*** (-2.61)	-0.020 7*** (-3.15)	—	—
<i>Ceosea</i>	—	—	-0.010 0*** (-2.62)	—	—	—	-0.018 7*** (-2.66)	—
<i>Ceosha</i>	—	—	—	-0.033 1** (-2.31)	—	—	—	-0.062 9** (-2.33)
<i>Age</i>	—	0.003 9*** (4.67)	0.004 0*** (4.75)	0.003 7*** (4.68)	—	0.007 3*** (4.69)	0.007 4*** (4.77)	0.007 3*** (4.70)
<i>Size</i>	—	-0.031 6*** (-6.17)	-0.031 4*** (-6.14)	-0.031 8*** (-6.18)	—	-0.058 9*** (-6.17)	-0.058 6*** (-6.14)	-0.059 3*** (-6.18)
<i>Lev</i>	—	0.073 0*** (4.85)	0.073 4*** (4.87)	0.072 5*** (4.80)	—	0.133 1*** (4.83)	0.133 8*** (4.85)	0.132 1*** (4.78)
<i>Roe</i>	—	-0.028 3*** (-4.15)	-0.028 3*** (-4.14)	-0.028 0*** (-4.04)	—	-0.052 8*** (-4.36)	-0.052 8*** (-4.35)	-0.052 2*** (-4.23)
<i>Cash</i>	—	0.028 0* (1.81)	0.027 4* (1.77)	0.028 7* (1.85)	—	0.052 0* (1.82)	0.050 9* (1.78)	0.053 3* (1.86)
<i>Growth</i>	—	0.000 2 (0.05)	0.000 2 (0.06)	0.000 4 (0.11)	—	0.000 4 (0.05)	0.000 5 (0.06)	0.000 8 (0.12)
<i>Board</i>	—	-0.002 9 (-0.23)	-0.003 1 (-0.24)	-0.002 6 (-0.18)	—	-0.005 9 (-0.24)	-0.006 3 (-0.25)	-0.004 7 (-0.19)
<i>Ratio</i>	—	0.000 1 (0.23)	0.000 1 (0.22)	0.000 1 (0.21)	—	0.000 1 (0.25)	0.000 1 (0.24)	0.000 1 (0.24)
<i>Dual</i>	—	-0.003 8 (-1.07)	-0.004 3 (-1.22)	-0.002 9 (-0.82)	—	-0.007 6 (-1.15)	-0.008 7 (-1.30)	-0.005 9 (-0.90)
<i>BL</i>	—	0.031 0 (0.22)	0.026 2 (0.19)	0.027 7 (0.19)	—	0.072 6 (0.28)	0.063 5 (0.24)	0.066 6 (0.25)
<i>IQ</i>	—	0.003 1 (0.35)	0.002 8 (0.31)	0.003 2 (0.36)	—	0.006 5 (0.40)	0.005 9 (0.36)	0.006 8 (0.41)
<i>Bip</i>	—	0.006 0 (0.76)	0.006 0 (0.77)	0.006 5 (0.81)	—	0.010 4 (0.70)	0.010 5 (0.71)	0.011 4 (0.76)
<i>Cons</i>	0.042 1*** (4.96)	0.638 2*** (5.88)	0.635 2*** (5.85)	0.639 3*** (5.86)	0.078 0*** (4.84)	1.188 8*** (5.81)	1.183 1*** (5.79)	1.190 9*** (5.80)
个体固定效应	是	是	是	是	是	是	是	是
年份固定效应	是	是	是	是	是	是	是	是
国家固定效应	是	是	是	是	是	是	是	是
观测值	3 609	3 609	3 609	3 609	3 609	3 609	3 609	3 609
R ²	0.098 9	0.273 4	0.271 9	0.271 6	0.101 6	0.276 7	0.275 2	0.274 9

注：*、**和*** 分别表示估计系数在 10%、5%和 1%的水平上显著，括号内为基于稳健标准误得到的 t 值。下表同。

2. 内生性检验

(1) IV 工具变量法

使用工具变量法解决可能存在的双向因果问题。一方面，借鉴魏彦杰等(2023)的做法，选取同城市、同年份其他企业 CEO“经验—利益”特征的均值(*MCeo*)作为第一个工具变量。由于同城市的企业处于相同的经济社会发展环境且联系紧密，虽然其他企业的 CEO 特征会影响本企业的 CEO 选择，但本企业的风险承担水平几乎不会受到其他企业 CEO 特征的影响，满足工具变量排他性要求。另一方面，参考魏志华等(2024)的做法，选取企业所在省份的涉外婚姻登记数量(*Marriage*)作为第二个工具变量。地区的 *Marriage* 数量越多，说明其社会风气越开

表 3 内生性处理结果

项目	IV 工具变量法						系统 GMM 估计		处理效应模型	
	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)	(7)	(8)	(9)	(10)
	<i>Ceo</i>	<i>Risk1</i>	<i>Risk2</i>	<i>Ceo</i>	<i>Risk1</i>	<i>Risk2</i>	<i>Risk1</i>	<i>Risk2</i>	<i>Risk1</i>	<i>Risk2</i>
<i>Ceo</i>	—	-0.048 4** (-2.27)	-0.089 4** (-2.22)	—	-0.034 5** (-2.03)	-0.068 8** (-2.18)	-0.009 1* (-1.83)	-0.017 9* (-1.93)	-0.007 4* (-1.95)	-0.013 9* (-1.98)
<i>MCeo</i>	0.215 4** (5.67)	—	—	—	—	—	—	—	—	—
<i>Marriage</i>	—	—	—	0.360 1*** (8.93)	—	—	—	—	—	—
<i>L. Risk1</i>	—	—	—	—	—	—	0.665 5*** (9.70)	—	—	—
<i>L2. Risk1</i>	—	—	—	—	—	—	-0.123 8** (-2.24)	—	—	—
<i>L. Risk2</i>	—	—	—	—	—	—	—	0.730 6*** (10.44)	—	—
<i>L2. Risk2</i>	—	—	—	—	—	—	—	-0.185 4*** (-3.32)	—	—
<i>IMR</i>	—	—	—	—	—	—	—	—	-0.004 2** (-2.72)	-0.008 1*** (-2.76)
<i>Controls</i>	是	是	是	是	是	是	是	是	是	是
R ²	—	0.087 5	0.086 4	—	0.134 6	0.131 4	—	—	0.275 5	0.278 9
不可识别 检验	33.987 0*** [0.00]			77.818 0*** [0.00]			—	—	—	—
弱工具变量 检验	32.134 0 [10% IV size: 16.38]			79.727 0 [10% IV size: 16.38]			—	—	—	—
AR(1)	—	—	—	—	—	—	-5.020 0 [0.00]	-4.340 0 [0.00]	—	—
AR(2)	—	—	—	—	—	—	0.920 0 [0.36]	1.160 0 [0.24]	—	—
Hansen- p 值	—	—	—	—	—	—	0.139 0	0.122 0	—	—
观测值	2 859	2 859	2 859	3 531	3 531	3 531	2 166	2 166	3 609	3 609

注：中括号内数值为相应检验统计量的 P 值。

放和包容,越有可能吸引具有海外经验的CEO在当地工作和定居,而当地的涉外婚姻登记数量通常不会影响企业的风险承担水平,满足工具变量排他性要求。结果见表3,列(1)和列(4)的第一阶段估计结果显示 $MCeo$ 和 $Marriage$ 均与 Ceo 显著正相关,列(2)和列(3)、列(5)和列(6)的第二阶段估计结果显示 Ceo 回归系数均显著为负,再次支持假说1。

(2) 系统 GMM 估计

考虑到风险偏好可能具有动态性,忽略滞后期的风险承担水平会造成遗漏变量,因此将滞后期的风险承担水平、CEO“经验—利益”特征作为内生变量,使用系统 GMM 处理内生性问题,回归结果见表3列(7)和列(8)。 Ceo 回归系数仍显著为负,再次支持假说1。

(3) 处理效应模型

一些无法观测的因素可能会导致基准回归模型存在自选择偏误,即某些企业特征(例如独特的企业文化)可能会导致这类企业更青睐聘用具有海外工作经验的高管,同时也导致这类企业的经营风格更偏保守,风险承担水平较低,从而产生内生性问题。所以,使用处理效应模型再次进行检验:一是将CEO“经验—利益”特征(Ceo)大于中位数的样本赋值为“1”,即具有高 Ceo 特征,否则赋值为“0”,即具有低 Ceo 特征,构建虚拟变量 $dCeo$;二是使用 Probit 模型估计选择方程,得到逆米尔斯比率(IMR);三是将逆米尔斯比率(IMR)纳入基准回归模型。结果见表3列(9)和列(10), IMR 显著,说明存在自选择问题。 Ceo 回归系数仍显著为负,说明在考虑自选择问题后,本文结论依然成立。

3. 稳健性检验

(1) 替换核心解释变量

以高管(即以CEO为首的企业高层管理团队)“经验—利益”特征($Manger$)作为CEO“经验—利益”特征(Ceo)的代理变量,结果见表4列(1)和列(7)。 $Manger$ 回归系数依旧显著为负,基准回归结果稳健。

(2) 不同 CEO 利益特征下的分组回归

使用有序聚类分割,获得CEO持股比例的10.1%和32.5%两个分割点,将其区分为低持股比例、中持股比例和高持股比例三组子样本,再将分割后的三组持股比例分别进行0~1变换,得到不同CEO利益特征($Ceosha$),随后与CEO经验特征($Ceosea$)相加,生成三组新的CEO“经验—利益”特征复合项(Ceo),以考察CEO在不同利益水平下其“经验—利益”特征对并购方企业风险承担水平的作用差异。回归结果见表4列(2)至列(4)和列(8)至列(10)。当持股比例低于10.1%时, Ceo 回归系数显著为负,抑制作用存在;持股比例高于10.1%时,则作用丧失,尤其当CEO持股比例高于32.5%时,更深的利益捆绑改变了管理者的行为动机,CEO能够从冒险行为中获得的个人收益增加,私利需求加剧了决策中的风险偏好,反而导致 Ceo 回归系数显著为正。这说明只有当CEO持股水平处于合理范围内时,才能较好地解决代理问题,保证CEO特征在抑制企业风险承担水平中发挥积极作用。

表 4 稳健性检验：替换变量、分组、联合固定与缩减样本回归结果

项目	被解释变量 <i>Risk1</i>					
	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)
	替换变量	低持股比例	中持股比例	高持股比例	联合固定	剔除绿地投资
<i>Ceo</i>	—	-0.011 4 ^{***} (-2.64)	-0.011 7 [*] (-1.23)	0.030 4 ^{***} (3.19)	-0.006 4 [*] (-1.76)	-0.010 3 ^{**} (-2.06)
<i>Manger</i>	-0.008 0 ^{***} (-3.07)	—	—	—	—	—
<i>Cons</i>	0.632 7 ^{***} (5.83)	0.621 2 ^{***} (5.17)	0.950 0 ^{***} (2.74)	-0.339 5 [*] (-1.61)	0.877 7 ^{***} (8.26)	0.668 7 ^{***} (6.18)
<i>Controls</i>	是	是	是	是	是	是
个体固定效应	是	是	是	是	是	是
时间固定效应	是	是	是	是	否	是
国家固定效应	是	是	是	是	否	是
行业一年份	否	否	否	否	是	否
国家一年份	否	否	否	否	是	否
观测值	3 609	3 180	288	141	3 609	2 418
R ²	0.274 9	0.267 1	0.619 2	0.647 6	0.579 7	0.297 7

项目	被解释变量 <i>Risk2</i>					
	(7)	(8)	(9)	(10)	(11)	(12)
	替换变量	低持股比例	中持股比例	高持股比例	联合固定	剔除绿地投资
<i>Ceo</i>	—	-0.021 3 ^{***} (-2.71)	-0.024 3 [*] (-1.36)	0.060 1 ^{***} (3.19)	-0.012 0 [*] (-1.77)	-0.019 4 ^{**} (-2.11)
<i>Manger</i>	-0.014 7 ^{***} (-3.10)	—	—	—	—	—
<i>Cons</i>	1.178 5 ^{***} (5.77)	1.155 3 ^{***} (5.14)	1.768 9 ^{***} (2.74)	-0.642 7 [*] (-1.57)	1.655 7 ^{***} (8.20)	1.238 2 ^{***} (6.19)
<i>Controls</i>	是	是	是	是	是	是
个体固定效应	是	是	是	是	是	是
时间固定效应	是	是	是	是	否	是
国家固定效应	是	是	是	是	否	是
行业一年份	否	否	否	否	是	否
国家一年份	否	否	否	否	是	否
观测值	3 609	3 180	288	141	3 609	2 418
R ²	0.278 0	0.271 0	0.613 8	0.646 2	0.582 1	0.302 6

(3)控制其他非观测因素
为了排除行业时变和东道国时变冲击的影响，本文进一步控制“行业一年份”和“国家一年份”联合固定效应。回归结果见表 4 列(5)和列(11)，*Ceo* 回归系数显著为负，说明在控制其他非观测因素后，基准回归结论依然稳健。

(4)剔除涉及绿地投资企业
因部分样本企业同时涉及跨国并购和绿地投资两种行为，为了准确估计 CEO “经验—利益”特征对并购方企业风险承担水平的影响，本文剔除了涉及绿地投资行为的 222 家企业，只保留在观测期内仅进行过跨国并购的企业样本进行回归。回归结果见表 4 列(6)和列(12)，*Ceo* 回归系数依旧显著为负，上文结论稳健。

4. 异质性分析
(1)基于东道国特征的异质性分析
第一，东道国良好的制度条件可以为跨国经营提供有效保护和有利环境(Buckley 和 Casson, 1998)。一般来说，发达国家拥有更好的产权保护制度、政治稳定性与法制水平，为中国并购方企业的管理者充分利用其“经验—利益”特征，合理降低企业风险承担水平提供了条件。

表 5 区分东道国发展水平的异质性分析

项目	被解释变量 <i>Risk1</i>					
	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)
	发达国家	发展中国家	发达国家	发展中国家	发达国家	发展中国家
<i>Ceo</i>	-0.009 9 *** (-2.81)	-0.018 6 (-1.12)	—	—	—	—
<i>Ceosea</i>	—	—	-0.008 3 ** (-2.19)	-0.020 6 (-1.22)	—	—
<i>Ceosha</i>	—	—	—	—	-0.034 1 ** (-2.26)	-0.010 7 (-0.44)
<i>Cons</i>	0.609 7 *** (5.01)	0.444 0 * (1.69)	0.606 3 *** (4.98)	0.437 7 * (1.67)	0.613 0 *** (5.01)	0.453 8 * (1.73)
<i>Controls</i>	是	是	是	是	是	是
固定效应	是	是	是	是	是	是
观测值	3 198	411	3 198	411	3 198	411
<i>R</i> ²	0.255 6	0.446 5	0.254 0	0.447 4	0.254 9	0.438 1
组间差异检验	<i>p-value</i> = 0.000		<i>p-value</i> = 0.000		<i>p-value</i> = 0.000	

注：考虑到固定效应控制较多，呈现较为烦琐，后续表格均以“固定效应”代表个体固定效应、时间固定效应和国家固定效应。

基于此，按照样本企业跨国并购的东道国发展水平，区分发达和发展中国家进行异质性分析^①。分组回归结果见表 5，在发达国家样本下，*Ceo*、*Ceosea* 与 *Ceosha*

①目前对发达国家的定义并不统一，本文所指发达国家为：除土耳其、波兰、匈牙利、罗马尼亚、保加利亚、乌克兰、爱沙尼亚、拉脱维亚、立陶宛、白俄罗斯、俄罗斯外的欧洲国家，亚洲的日本、韩国、新加坡、以色列，除墨西哥外的北美洲国家，大洋洲的澳大利亚和新西兰；其余的则划分为发展中国家。

的回归系数均显著为负，但在发展中国家样本下均不显著，基于自抽样 1 000 次的费舍尔组合检验也支持上述组间系数差异结果。这说明只有当中国企业跨国并购的东道国为发达国家时，CEO 经验特征、利益特征以及由二者组合而成的“经验—利益”特征才表现出降低企业风险承担水平的显著作用，东道国优良的制度环境是 CEO 在并购方企业中充分发挥其“经验—利益”优势、有效降低企业风险承担水平的重要支撑。

第二，良好的双边政治关系提供一系列制度安排，可以对东道国制度环境形成有益补充。良好政治关系可以缓解国家间制度差异、降低 OFDI 交易成本，帮助企业克服外来者劣势，从而降低海外经营风险(刘晓光和杨连星，2016；戴利研和李震，2018)。

表 6 区分东道国与中国双边政治关系亲疏的异质性分析

项目	被解释变量 <i>Risk1</i>					
	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)
	关系亲密	关系疏远	关系亲密	关系疏远	关系亲密	关系疏远
<i>Ceo</i>	-0.013 7 ** (-2.54)	-0.007 9 * (-1.74)	—	—	—	—
<i>Ceosea</i>	—	—	-0.015 2 ** (-2.55)	-0.005 0 (-1.09)	—	—
<i>Ceosha</i>	—	—	—	—	-0.022 3 (-1.19)	-0.040 7 * (-1.90)
<i>Cons</i>	0.649 9 *** (4.29)	0.589 1 *** (4.03)	0.633 8 *** (4.27)	0.692 2 *** (3.89)	0.637 3 *** (4.22)	0.705 3 *** (3.97)
<i>Controls</i>	是	是	是	是	是	是
固定效应	是	是	是	是	是	是
观测值	2 044	1 565	2 044	1 565	2 044	1 565
R ²	0.273 2	0.272 1	0.272 6	0.308 9	0.267 5	0.311 1
组间差异检验	<i>p-value</i> = 0.105		<i>p-value</i> = 0.020		<i>p-value</i> = 0.219	

基于此，进一步区分跨国并购所对应的东道国与中国的双边政治关系进行异质性分析。其中，双边政治关系测度方法如下：分别计算 2003—2020 年中国与东道国之间每年度领导人互访和部长互访的次数总和，并定义某一观测年份的双边政治关系为 2003 年至观测年份的年度互访次数总和的平均数^①。随后使用有序聚类将总样本区分为关系亲密和关系疏远。分组回归结果见表 6，*Ceo* 回归系数在关系亲密和疏远两组样本下均显著为负，且分组回归系数不存在显著差异，但 *Ceosea* 仅在关系亲密样本下显著为负，基于自抽样 1 000 次的费舍尔组合检验也支持上述组间系数差异结果。这说明虽然 CEO“经验—利益”特征对中国并购方企业风险承担

①2020 年由于受疫情影响，将领导人和部长的视频与通话也计入互访次数。以 2003 年为起点并使用累计值的平均数来衡量双边政治关系是为了保证 2008—2020 年双边政治关系的测度结果不受年度间互访次数波动的影响，贴近真实的双边亲疏程度。

的抑制作用并未受到双边政治关系的影响，但在关系亲密样本下 CEO 经验特征的作用更强。可见，良好政治关系是具有海外工作经历的 CEO 充分发挥其跨国经营经验、海外关系网络与业务资源优势，进而降低并购方企业风险承担的重要前提，双边关系交恶会限制这一能力的发挥。此外，虽然 *Ceosha* 仅在关系疏远样本下显著为负，但费舍尔组合检验未通过，显示这一组间系数差异并不具有统计显著性。

(二) 基于并购方企业特征的异质性分析

第一，CEO“经验—利益”特征对风险承担水平的抑制作用还可能受到企业融资约束程度的影响。如果具有“经验—利益”特征的 CEO 侧重于通过加快资金周转并降低杠杆水平的方式来降低中国并购方企业的风险承担，那么这一机制的核心在于提升企业的资金冗余度。由此可以推断，CEO“经验—利益”特征对风险承担水平的抑制作用在融资约束程度较高的并购方企业中更为明显，因为具有“经验—利益”特征的 CEO 事实上缓解了这类企业的融资约束水平，进而较好地对冲了资金紧张对盈余波动性的影响。基于此，使用 KZ 指数^①作为融资约束的代理变量，依据中位数将总样本区分为高融资约束组和低融资约束组进行分组回归。结果见表 7。结果显示，*Ceo* 仅在高融资约束组下显著为负，说明“经验—利益”CEO 的抑制风险承担作用对高融资约束企业更为明显。同时，在高融资约束组下，仅有 *Ceosea* 回归系数显著，说明在高融资约束组下，CEO 特征的抑制风险承担作用主要借助 CEO 经验发挥作用。基于自抽样 1 000 次的费舍尔组合检验也支持上述结论。

表 7 区分并购方企业融资约束水平的异质性分析

项目	被解释变量 <i>Risk1</i>					
	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)
	高融资约束	低融资约束	高融资约束	低融资约束	高融资约束	低融资约束
<i>Ceo</i>	-0.016 4*** (-2.75)	-0.005 4 (-1.17)	—	—	—	—
<i>Ceosea</i>	—	—	-0.017 8*** (-2.83)	-0.002 0 (-0.40)	—	—
<i>Ceosha</i>	—	—	—	—	-0.027 8 (-0.98)	-0.043 6*** (-2.90)
<i>Cons</i>	0.798 7*** (5.16)	0.496 6*** (3.10)	0.797 0*** (5.16)	0.491 9*** (3.09)	0.800 4*** (5.16)	0.532 2*** (3.11)
<i>Controls</i>	是	是	是	是	是	是
固定效应	是	是	是	是	是	是
观测值	1 836	1 773	1 836	1 773	1 836	1 773
R ²	0.358 9	0.141 8	0.358 6	0.140 3	0.353 4	0.116 7
组间差异检验	<i>p-value</i> = 0.000		<i>p-value</i> = 0.000		<i>p-value</i> = 0.000	

①KZ 指数是衡量企业融资约束程度的常用指标，由经营性净现金流/年初总资产、现金股利/年初总资产、现金持有/年初总资产、资产负债率以及托宾 Q 值等五个变量采用排序逻辑回归所得。KZ 指数越大，企业面临的融资约束程度越高。

第二，一般而言，有效的股权制衡度是公司治理结构的最佳选择(杨文君等，2016)。由于股权制衡有可能减少控股股东的监督过度，让“经验—利益”特征 CEO 更好发挥其经验优势与实现利益诉求，本文进一步区分企业股权制衡度水平进行异质性分析。其中，股权制衡度测度指标为第二大至第五大股东持股比例之和与第一大股东持股比例的比值，并通过中位数方法分为高股权制衡度和低股权制衡度两组，分组回归结果见表 8。结果显示，*Ceo* 和 *Ceosea* 回归系数在两组样本下均显著为负，且分组回归系数不存在显著差异，但 *Ceosha* 回归系数只在高股权制衡度时显著为负。基于自抽样 1 000 次的费舍尔组合检验也支持上述组间系数差异结果。造成差异的原因可能在于多个大股东的相互制衡为 CEO 实现自身利益诉求提供了空间。在多个大股东的企业，股权制衡能够防止单个大股东对公司决策过度干预，同时 CEO 并非服务于某个大股东的利益，其决策自由度更大，更有能力依据风险规避原则保护自身持股利益，且 CEO 持股比例越高，其为自身利益发声的能力越强，进而导致企业风险偏好降低。不过，结果显示股权制衡度并未影响 CEO 经验的发挥，无论制衡度高低，拥有丰富海外工作经历的管理者都能运用其专业知识和技能有效抑制中国并购方企业的风险承担，*Ceosea* 回归系数均显著为负。

表 8 区分并购方企业股权制衡度的异质性分析

项目	被解释变量 <i>Risk1</i>					
	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)
	高股权制衡度	低股权制衡度	高股权制衡度	低股权制衡度	高股权制衡度	低股权制衡度
<i>Ceo</i>	-0.011 8 ** (-2.18)	-0.008 8 ** (-2.10)	—	—	—	—
<i>Ceosea</i>	—	—	-0.009 4 * (-1.78)	-0.008 3 ** (-2.25)	—	—
<i>Ceosha</i>	—	—	—	—	-0.076 1 ** (-2.39)	-0.016 5 (-1.04)
<i>Cons</i>	0.795 5 *** (5.69)	0.584 1 *** (3.13)	0.790 3 *** (5.63)	0.619 7 *** (4.94)	0.821 6 *** (5.79)	0.579 9 *** (3.11)
<i>Controls</i>	是	是	是	是	是	是
固定效应	是	是	是	是	是	是
观测值	1 805	1 804	1 805	1 804	1 805	1 804
<i>R</i> ²	0.318 1	0.224 2	0.316 2	0.182 0	0.319 8	0.222 3
组间差异检验	<i>p-value</i> = 0.207		<i>p-value</i> = 0.415		<i>p-value</i> = 0.000	

(二)CEO“经验—利益”特征影响并购方企业风险承担水平的机制

围绕机制假设，本文进一步探究 CEO“经验—利益”特征(*Ceo*)是否通过降低财务杠杆(*Lever*)和提高总资产周转率(*Turn*)两条渠道降低了并购方企业的风险承担水平，回归结果见表 9。

第一，表 9 列(1)中 *Ceo* 对 *Turn* 的回归系数显著为正，具有“经验—利益”特征的 CEO 会加快并购方企业的总资产周转速度。列(3)和列(4)中 *Turn* 对风险承担水平 *Risk1* 和 *Risk2* 的回归系数均显著为负，表明更高的总资产周转率能抑制并购方企业的风险承担水平，且列(3)和列(4)中 *Ceo* 回归系数显著为负，说明 CEO“经验—利益”特征具有增加总资产周转率进而抑制并购方企业风险承担水平的部分中介效应，假说 2 得证。

第二，表 9 列(2)中 *Ceo* 对 *Lever* 的回归系数在 1%水平上显著为负，具有“经验—利益”特征的 CEO 会降低并购方企业的财务杠杆。列(3)和列(4)中 *Lever* 对 *Risk1* 和 *Risk2* 具有显著的正向作用，较低的财务杠杆将导致更低的风险承担水平，且列(3)和列(4)中 *Ceo* 系数显著为负，说明 CEO“经验—利益”特征具有降低财务杠杆进而抑制并购方企业风险承担水平的部分中介效应，假说 3 得证。

表 9 机制检验回归结果

项目	(1)	(2)	(3)	(4)
	<i>Turn</i>	<i>Lever</i>	<i>Risk1</i>	<i>Risk2</i>
<i>Ceo</i>	0.011 7 * (1.85)	-0.738 0 *** (-3.05)	-0.009 0 *** (-3.36)	-0.017 0 *** (-3.40)
<i>Turn</i>	—	-0.983 2 ** (-1.99)	-0.008 8 ** (-2.49)	-0.016 5 ** (-2.51)
<i>Lever</i>	—	—	0.001 0 *** (2.81)	0.001 8 *** (2.72)
<i>Cons</i>	0.870 0 *** (10.22)	4.795 7 (1.31)	0.479 9 *** (5.66)	0.889 1 *** (5.52)
<i>Controls</i>	是	是	是	是
固定效应	是	是	是	是
观测值	3 609	3 125	3 125	3 125
R ²	0.120 7	0.354 8	0.444 6	0.447 7
Bootstrap 检验	中介路径		中介效应值的 95%置信区间	
	<i>Ceo</i> → <i>Turn</i> → <i>Risk1</i>		[-0.000 4~-0.000 0]	
	<i>Ceo</i> → <i>Lever</i> → <i>Risk1</i>		[-0.002 3~-0.000 0]	
	<i>Ceo</i> → <i>Turn</i> → <i>Lever</i> → <i>Risk1</i>		[-0.000 1~-0.000 0]	
	<i>Ceo</i> → <i>Turn</i> → <i>Risk2</i>		[-0.000 8~-0.000 0]	
	<i>Ceo</i> → <i>Lever</i> → <i>Risk2</i>		[-0.004 2~-0.000 1]	
	<i>Ceo</i> → <i>Turn</i> → <i>Lever</i> → <i>Risk2</i>		[-0.000 2~-0.000 0]	

注：Bootstrap 检验显示，中介效应值的 95%置信区间不包括 0 值，各条路径的中介作用显著。

第三,表 9 列(2)中 $Turn$ 对 $Lever$ 的回归系数显著为负,更高的资产周转速度是降低财务杠杆的重要前因。结合列(1)中 Ceo 对 $Turn$ 的显著正向作用以及列(3)和列(4)中 $Lever$ 对 $Risk1$ 和 $Risk2$ 的显著正向作用可以发现,在“经验—利益”特征 CEO 降低并购方企业风险承担水平的机制渠道中,总资产周转率 $Turn$ 和财务杠杆 $Lever$ 二者之间并非并行关系,而是链式中介关系,假说 4 得证。

四、拓展性研究:管理者特征、企业风险承担水平与财务风险

上文研究发现 CEO“经验—利益”特征能够降低并购方企业风险承担水平。那么,CEO“经验—利益”特征对风险承担水平的抑制作用是否有助于降低企业的财务风险?目前有关风险承担水平与财务风险的关系研究仍未有明确结论,并且部分文献发现增加风险承担水平有利于提升企业绩效。例如 John 等(2008)发现高风险承担水平企业具有更快的成长速度,比如更高的资产增长率,只不过这种经营成效多是建立在更多债务融资、更短债务平均期限以及更高融资成本基础上(Demonier 等, 2015; 王化成等, 2016; 顾小龙等, 2017; 胡刘芬, 2021)。如果“经验—利益”特征 CEO 反其道而行,将降低财务杠杆与努力实现不完全依赖负债的收入增长相结合,那么这种模式在抑制中国并购方企业风险承担的同时是否有助于降低其财务风险?基于此,本文尝试使用如下的中介效应模型式(4),进一步了解 CEO“经验—利益”特征通过降低并购方企业风险承担进而影响其财务风险的实际状况。

$$Z_{it} = \delta_0 + \delta_1 Risk_{it} + \delta_2 CEO_{it} + \delta_3 Controls_{it} + \lambda_i + \lambda_c + \lambda_t + \varepsilon_{it} \quad (4)$$

式(4)中, Z_{it} 为财务风险,使用修正后的 Z 值法(Altman, 2013)加以衡量。Z 值越大,风险敞口越小,财务风险越低,计算公式如下:

$$Z_1 = 1.2X_1 + 1.4X_2 + 3.3X_3 + 0.6X_4 + 0.999X_5 \quad (5)$$

$$Z_2 = 0.717X_1 + 0.847X_2 + 3.107X_3 + 0.42X_4 + 0.998X_5 \quad (6)$$

$$Z_3 = 6.56X_1 + 3.26X_2 + 6.72X_3 + 1.05X_4 + 3.25 \quad (7)$$

式(5)、式(6)和式(7)中, X_1 为营运资本与总资产的比值, X_2 为留存收益与总资产的比值, X_3 为息税前利润与总资产的比值, X_4 为所有者权益的账面价值与总负债的比值, X_5 为营业收入与总资产的比值。其余变量设定与模型式(1)相同。

回归结果见表 10,列(1)至列(3)和列(4)至列(6)中风险承担水平($Risk1$ 和 $Risk2$)对三类 Z 值的回归系数均显著为负,更高的风险承担水平将加剧财务风险, Ceo 回归系数则不显著。结合上文基准回归中 Ceo 与 $Risk1$ 、 $Risk2$ 的显著负向关系(见表 2),可以发现:CEO“经验—利益”特征具有通过降低并购方企业风险承担水平进而降低其财务风险的完全中介效应。具有海外工作经历和持股利益的 CEO 之所以能降低并购方企业的财务风险,在于其抑制了这类企业的风险承担水平。

表 10 拓展性研究回归结果

项目	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)
	Z_1	Z_2	Z_3	Z_1	Z_2	Z_3
<i>Ceo</i>	-0.202 4 (-0.54)	-0.147 2 (-0.55)	-0.412 6 (-0.61)	-0.203 3 (-0.54)	-0.147 6 (-0.56)	-0.415 2 (-0.61)
<i>Risk1</i>	-9.580 6*** (-3.62)	-7.198 1*** (-3.80)	-21.482 9*** (-4.38)	—	—	—
<i>Risk2</i>	—	—	—	-5.141 0*** (-3.56)	-3.847 7*** (-3.72)	-11.559 6*** (-4.31)
<i>Cons</i>	32.404 5** (2.45)	23.181 5** (2.46)	57.107 0** (2.30)	32.414 6** (2.45)	23.170 9** (2.47)	57.148 6** (2.31)
<i>Controls</i>	是	是	是	是	是	是
固定效应	是	是	是	是	是	是
观测值	3 609	3 609	3 609	3 609	3 609	3 609
R^2	0.138 6	0.136 8	0.153 9	0.138 5	0.136 6	0.153 9
Bootstrap 检验	中介路径 中介效应值的 95%置信区间		中介路径 中介效应值的 95%置信区间			
	$Ceo \rightarrow Risk1 \rightarrow Z_1$	[0.023 9~0.244 6]	$Ceo \rightarrow Risk2 \rightarrow Z_1$	[0.026 5~0.239 3]		
	$Ceo \rightarrow Risk1 \rightarrow Z_2$	[0.020 7~0.179 7]	$Ceo \rightarrow Risk2 \rightarrow Z_1$	[0.019 8~0.179 1]		
	$Ceo \rightarrow Risk1 \rightarrow Z_3$	[0.064 4~0.527 7]	$Ceo \rightarrow Risk2 \rightarrow Z_1$	[0.066 4~0.516 7]		

注：Bootstrap 检验显示，中介效应值的 95%置信区间不包括 0 值，各条路径的中介作用显著。

五、结论与政策建议

本文利用 2008—2020 年实施过跨国并购的 A 股上市公司，实证研究 CEO 特征对并购方企业风险承担水平的影响，以及由此带来的财务风险水平变化。其一，CEO 海外工作经历或其持股利益以及由二者组合而成的“经验—利益”特征均能降低并购方企业的风险承担水平。其二，这一抑制作用受到 CEO 利益程度的约束，仅在 CEO 持股比例低于 10.1%的情况下存在。其三，CEO“经验—利益”特征之所以能降低并购方企业的风险承担水平，是因为这类管理者在企业国际化中更倾向于使用降低财务杠杆和提升总资产周转率的组合策略。其四，CEO“经验—利益”特征抑制风险承担的有利作用在高融资约束企业和并购目的地为发达国家的企业中更为显著。而在不同双边政治关系和企业股权制衡度下，CEO“经验—利益”特征抑制风险承担水平的显著性作用没有差别：当双边关系亲密时，CEO 经验特征的作用更明显；在股权制衡度较高时，CEO 持股利益的作用更明显。其五，CEO“经验—利益”特征抑制风险承担水平的作用能够进一步降低并购方企业的财务风险。

本文研究结论表明：一是中国企业不能仅关注跨国并购带来的外延式扩张效果，更应关注并购活动中的风险管理，要借助管理者优势对抑制风险承担水平和降低财务风险的连锁作用，既要“走出去”，更要“活得好”。二是并购方企业要重视管理者“经验—利益”特征在企业国际化中所表现出的风险管理作用，并将强化这些特征贯穿于 CEO 选聘、培养、考核和激励全过程，尤其要围绕降低杠杆与提升资产周转速度的稳健财务战略，充分激发 CEO“经验—利益”特征的有利作用。三是对于高融资约束企业和并购目的地为发达国家的企业，应特别重视 CEO“经验—利益”特征对其风险承担水平和财务风险的纾困作用。同时，并购方企业也应仔细甄别 CEO 经验特征或利益特征发挥作用的不同条件，当东道国与中国双边关系亲密时，要特别关注 CEO 经验特征的重要性；当企业自身股权制衡度较高时，则要特别关注 CEO 利益特征的重要性。四是应对投向发展中国家的并购行为给予特别关注。这类并购面临的跨国经营风险较高，极易超出企业能力控制范围，导致 CEO 特征难以发挥功效。政府部门可以通过完善投资风险约束机制、强化双边关系等手段为中国并购方企业提供更多保护，从而为这些企业借助管理者优势降低风险承担水平提供必要条件。

[参考文献]

- [1] 戴利研, 李震. 双边政治关系、制度质量与中国对外直接投资[J]. 经济理论与经济管理, 2018(11): 94-109.
- [2] 董保宝. 风险需要平衡吗: 新企业风险承担与绩效倒 U 型关系及创业能力的中介作用[J]. 管理世界, 2014(1): 120-131.
- [3] 顾小龙, 施燕平, 辛宇. 风险承担与公司债券融资成本: 基于信用评级的策略调整视角[J]. 财经研究, 2017(10): 134-145.
- [4] 胡刘芬. 企业战略对融资约束的影响及机理研究[J]. 南开经济研究, 2021(1): 58-84.
- [5] 李燕, 李应博. 高端装备制造企业海外并购的财富效应及影响因素研究——基于 2001—2014 年数据的实证分析[J]. 国际商务——对外经济贸易大学学报, 2016(1): 139-149.
- [6] 刘晓光, 杨连星. 双边政治关系、东道国制度环境与对外直接投资[J]. 金融研究, 2016(12): 17-31.
- [7] 王化成, 张修平, 高升好. 企业战略影响过度投资吗[J]. 南开管理评论, 2016(4): 87-97+110.
- [8] 王琳君, 王修臻子, 白云, 等. 市场收缩行为能否有效“止损”——以海航集团为例[J]. 管理评论, 2022(4): 342-352.
- [9] 魏彦杰, 尹飞, 钟娟. CEO 社会资本能否助力企业数字化转型[J]. 金融经济研究, 2023(4): 92-106.
- [10] 魏志华, 刘伟坤, 丁柏文. 高管海外背景与避税天堂直接投资[J]. 中国经济问题, 2024(1): 46-61.
- [11] 杨文君, 何捷, 陆正飞. 家族企业股权制衡度与企业价值的门槛效应分析[J]. 会计研究, 2016(11): 38-45+95.
- [12] 张先治, 柳志南. 公司战略、产权性质与风险承担[J]. 中南财经政法大学学报, 2017(5): 23-31+159.
- [13] AMIHUD Y, LEV B. Risk Reduction as a Managerial Motive for Conglomerate Mergers[J]. Bell Journal of Economics, 1981(12): 605-617.
- [14] ALTMAN E. Predicting Financial Distress of Companies; Revisiting the Z-Score and Zeta Models[M]. Stern School of Business, Handbook of Research Methods & Applications in Empirical Finance. Cheltenham; Edward Elgar Publishing Limited, 2013: 428-456.

- [15] BUCKLEY P, CASSON M. Analyzing Foreign Market Entry Strategies: Extending the Internalizations Approach [J]. *Journal of International Business Studies*, 1998, 29(3): 539–561.
- [16] BRISLEY N, CAI J, NGUYEN T. Required CEO Stock Ownership: Consequences for Risk-taking and Compensation [J]. *Journal of Corporate Finance*, 2021 (66): 101–850.
- [17] DEMONIER G, ALMEIDA J, BORTOLON P. The Impact of Financial Constraints on Accounting Conservatism [J]. *Review of Business Management*, 2015 (17): 1264–1278.
- [18] DAI Y, KONG D, LIU S. Returnee Talent and Corporate Investment: Evidence from China [J]. *European Accounting Review*, 2018, 27(2): 313–337.
- [19] DIERICKX I, COOL K. Asset Stock Accumulation and Sustainability of Competitive Advantage [J]. *Management Science*, 1989, 35(12): 1504–1511.
- [20] DUBE S, GLASCOCK J. Effects of the Method of Payment and the Mode of Acquisition on Performance and Risk Metrics [J]. *International Journal Of Managerial Finance*, 2006, 2(3): 176–195.
- [21] FINKEL STEIN S, HAMBRICK D, CANNELLA A. Strategic Leadership: Theory and Research on Executives, Top Management Teams, and Boards [M]. Oxford: Oxford University Press, 2009.
- [22] GIANNETTI M, LIAO G, YU X. The Brain Gain of Corporate Boards: Evidence from China [J]. *Journal of Finance*, 2015, 70(4): 1629–1682.
- [23] GORMLEY T, MATSA D, MILBOURN T. CEO Compensation and Corporate Risk: Evidence from a Natural Experiment [J]. *Journal of Accounting and Economics*, 2013, 56(2): 79–101.
- [24] HARFORD J, KLASA S, WALCOTT N. Do Firms Have Leverage Targets? Evidence from Acquisitions [J]. *Journal of Financial Economics*, 2009, 93(1): 1–14.
- [25] HAMBRICK D. Upper Echelons Theory: An Update [J]. *Academy of Management Review*, 2007, 32(2): 334–343.
- [26] JOHN K, LITOV L, YEUNG B. Corporate Governance and Risk-taking [J]. *Journal of Finance*, 2008, 63(4): 1679–1727.
- [27] KAHNEMAN D, TVERSKY A. Prospect Theory: An Analysis of Decision under Risk [J]. *Econometrica*, 1979, 47(2): 263–291.
- [28] LEFEBVRE M, VIEIDER F. Risk-taking of Executives under Different Incentive Contracts: Experimental Evidence [J]. *Journal of Economics Behavior and Organization*, 2014(97): 27–36.
- [29] PALMER T, WISEMAN R. Decoupling Risk-taking from Income Stream Uncertainty: A Holistic Model of Risk [J]. *Strategic Management Journal*, 1999, 20(11): 1037–1062.
- [30] RAM'ON-LLORENS M, GARCÍA-MECA E, DUR'ENDEZ A. Influence of CEO Characteristics in Family Firms Internationalization [J]. *International Business Review*, 2017, 26(4): 786–799.
- [31] SHAHZAD F, LU J, FAREED Z. Does Firm Life Cycle Impact Corporate Risk-taking and Performance [J]. *Journal of Multinational Financial Management*, 2019(51): 23–44.
- [32] SIEGEL J I, LICHT A N, SCHWARTZ S H. Egalitarianism, Cultural Distance, and Foreign Direct Investment: A New Approach [J]. *Organization Science*, 2013, 24(4): 1174–1194.
- [33] SCHOENBERG R, BOWMAN C. Value Creation in Corporate Acquisitions: Linking Value Creation Logic, Organizational Capabilities and Implementation Processes [J]. *Advances in Mergers and Acquisitions*, 2010, 9(2): 153–175.
- [34] YIM S. The Acquisitiveness of Youth: CEO Age and Acquisition Behavior [J]. *Journal of Financial Economics*, 2013, 108(1): 250–273.
- [35] ZHANG T, SABHERWAL S, JAYARAMAN N, et al. The Young and the Restless: A Study of Age and Acquisition Propensity of CEOs of UK Firms [J]. *Journal of Business Finance and Accounting*, 2016, 43(9-10): 1385–1419.

The Effect of CEO Characteristics on Risk Management of Cross-border M&A Enterprises: —Risk-taking and Financial Risk

WEI Yanjie, ZHONG Juan, XING Xiaobing

(School of International Economics and Trade, Anhui University of Finance and
Economics, Bengbu, Anhui, 233030)

Abstract: Strengthening risk management in enterprise internationalization is of great significance for promoting high-quality “going global” of Chinese enterprises. This article used data from A-share listed companies from 2008 to 2020 to empirically investigate the impact and mechanism of CEO characteristics on the risk-taking level of acquiring companies, as well as the resulting changes in financial risk levels. The study finds that: The CEO’s overseas work experience or their shareholding interests, as well as the combination of the two, can effectively reduce the risk-taking of Chinese acquiring companies, and this conclusion is robust. Mechanism test shows that CEOs with “experience- benefit” characteristics suppress the risk-taking of the acquiring company by using a combination strategy of reducing financial leverage and increasing total asset turnover. Meanwhile, the inhibitory effect of CEO characteristics on the risk-taking of acquiring companies varies in different levels of financing constraints, equity balance, host country institutional environment, and bilateral political relations. Furthermore, CEOs with “experience-benefit” characteristics can further reduce financial risks by suppressing the risk-taking of acquiring companies. The conclusions provide new ideas to enhance the risk management level of Chinese enterprises’ international development from the perspective of managers.

Keywords: CEO “Experience-Benefit” Characteristics; Cross-border Mergers and Acquisitions; Risk-taking Level; Financial Risk

(责任编辑 祝子白 刘建昌)