

# 高管海外背景、政治关联与企业对外直接投资决策

## ——基于中国上市公司的实证分析

宿晓,王豪峻

(河海大学 企业管理学院,江苏 常州 213022)

**摘要:**以我国1998—2015年沪、深A股上市公司数据为样本,对高管海外背景、政治关联与企业对外直接投资的关系进行实证分析,研究发现:(1)高管海外背景会促进企业对外直接投资。高管海外工作背景比海外学习背景对对外投资决策的影响更强些。(2)高管政治关联与对外投资决策成正相关关系。相比国有企业,民营企业高管政治关联对对外投资决策的影响更强些。(3)在国有企业中高管海外背景与政治关联的协同作用对企业对外投资决策产生负面影响,但这种情况在民营企业中并不存在明显差异。上述结论既丰富了影响我国对外直接投资决策相关因素方面的文献,对完善我国海外人才引进政策及上市公司开拓海外市场也提供了重要的借鉴作用。

**关键词:**上市公司;高管;海外背景;政治关联;对外直接投资

**中图分类号:**F832.48 **文献标识码:**A **文章编号:**1672-6049(2016)06-0063-11

### 一、引言

中国加入WTO后,为了参与日益激烈的国际竞争,中国政府实施“走出去”战略,鼓励中国企业进行对外投资。特别是十八届三中全会提出推进“一带一路”战略建设,形成全方位对外开放新格局。推动中国资本全球布局,助力各国共同发展。企业对外直接投资可以减小贸易壁垒影响、统筹利用“两个市场、两种资源”,获得先进技术和管理经验,享受政策优惠以及获得利润和效率<sup>[1]</sup>。

企业在对外直接投资过程中,高管既是企业战略决策的制订者、执行者,又是监督者,在整个战略决策中发挥着重要作用。但错综复杂的国际形势日益突变,东道国政治风险、法律和文化等方面的差异产生的不确定性等都对投资决策形成了风险与挑战。因此拥有海外学习背景和

工作背景的高管既具有丰富的理论知识,又拥有国际化投资经验,成为企业对外直接投资实践的中坚力量。但拥有海外背景高管在企业国际化战略决策中作用机理的研究,还鲜有深入探讨。

中国作为最大的转型经济国家,尚未建立起一套有效的将商业和政府分开的机制,企业生存和持续发展资源的分配权力依然是由政府掌握。在此背景下企业偏好利用政企关系网络作为自身经营战略的一部分,而不是通过市场去获取。企业高管通过各种形式所构建的政治关联可以给企业带来国际化拓展的资金支持、非正式的产权保护、突破行业进入壁垒、税收优惠和廉价资源的获取;帮助企业提前掌握政策动态、创造商业信息优势;随同母国国家(或省市)领导人进行高端出访,利用母国政府与海外投资地政府间的谈判解决贸易摩擦等<sup>[2]</sup>。企业视政治关联为

收稿日期:2016-09-11

作者简介:宿晓(1969—),男,河南南阳人,副教授,管理学博士,研究方向为公司治理及技术创新;王豪峻(1993—),男,江苏常州人,硕士研究生,研究方向为对外投资理论与方法。

影响其国际化战略选择的一个关键因素,而该领域的研究相对缺乏。

## 二、文献综述与研究假设

### (一) 高管海外背景与企业对外直接投资决策

经济全球化为中国企业进行对外直接投资带来了巨大的发展空间及前所未有的机遇,截至2013年底,中国有1.53万家境内投资者在国外或境外已设立了2.54万家对外直接投资企业<sup>[3]</sup>。企业对外直接投资决策的影响因素一直是研究的热点,现有研究主要从经济发展水平、制度环境、政府干预、技术能力等方面加以考察,虽然得到了一些重要发现,但忽略了企业投资决策主体——高管的作用。另外,有些学者考察了高管一般意义上的投资行为或一般自然属性特征对投资决策的影响<sup>[4-6]</sup>。Reuber和Fischer发现,具有境外工作经验的高管团队更可能搭建境外战略合作伙伴,进而提升效率,加快国际化的程度<sup>[7]</sup>;Lee和Park也发现,高管团队的异质性有助于国际化进程<sup>[8]</sup>,但他们的研究没有考察高管境外背景对企业对外直接投资行为的影响。学者张娆基于高阶梯队理论考察高管境外背景对企业对外直接投资行为和绩效的影响,利用2003—2013年沪深A股上市公司数据,发现当高管拥有境外背景时,企业更可能进行对外直接投资,并会取得相对较好的对外投资绩效<sup>[9]</sup>。但研究未就高管海外学习背景和海外工作背景两者对企业对外直接投资决策的影响强弱进行分析比较。

在上述学术背景下,本文旨在考察高管海外背景对企业对外直接投资行为的影响,进而就高管海外学习背景和海外工作背景对企业对外直接投资的影响进行分析比较。依据高阶梯队理论<sup>[10]</sup>,由海外背景高管团队的人口统计学特征能够推断心理认知基础和价值观,而心理认知基础和价值观可以看作战略决策能力的有力预测因素。海外背景高管在境外高等学府或研究机构有过学习并获取知识的经历,或者在境外跨国投资企业工作并掌握较为丰富的国际化工作经验,他们的知识水平、技能基础、价值观以及认知能力得到提升,能够快速地扫描、翻译和利用相关信息,准确地评估制度和文化的风险,积极应对竞争环境,正面影响战略决策<sup>[11]</sup>。此外,相比

拥有海外学习背景的高管,拥有海外工作背景的高管不仅具有一定境外投资理论知识,还拥有国际化投资工作经验,对企业对外直接投资决策更果断,实践中更能驾轻就熟。

综合上述分析,据此提出假设H1:高管拥有海外背景与对外投资决策为正相关关系。与高管海外学习背景相比,高管海外工作背景对企业对外投资决策的影响更强些。

### (二) 高管政治关联与企业对外直接投资决策

改革开放以来,由于转轨经济的特殊性,关系成为正式制度的一种替代机制用来保证商业交易的进行。在各种关系中,与政府(官员)的关系又是重中之重,因此企业高管政治关联对于企业的影响成为学者们关心的话题。Peng和Luo<sup>[12]</sup>将企业经理人的社会联系分为两类:与政府官员的联系和与经理人的联系。通过对中国浙江、安徽和深圳等省市127家企业经理人的问卷调查,验证了这两类社会联系都会对企业绩效有显著影响。此外,他们发现企业所有制性质、规模、所在行业、行业增长速度等变量都会影响社会联系与企业绩效之间的关系。边燕杰、丘海雄<sup>[13]</sup>首次提出企业社会资本概念,认为它是企业与社会之间的联系及通过这种联系取得稀缺资源的能力。在实证检验过程中,他们依靠企业家社会资本替代企业社会资本,分析后发现企业家社会资本确实可以改善企业绩效。以上这些研究都是关注企业高管政治关联对企业绩效或者价值的影响,但是对于企业高管政治关联与企业战略行为之间的关系却涉入不多。

在现有研究中,已经出现企业政治关联对战略选择探讨的研究。巫景飞等<sup>[14]</sup>认为,高层管理者政治关系网络中所蕴含的社会资本与企业的多元化战略之间具有显著的正相关性;胡旭阳等<sup>[15]</sup>通过研究发现,在中国转型环境下,民营企业的产品多元化程度与产品多元化策略的选择显著受到其政治资源的影响;李健等<sup>[16]</sup>考察了企业家政治关联与企业商业层面竞争战略之间的关系,发现差异化战略与低成本战略对企业家政治关联与企业价值之间的关系具有显著的中介效应;邓新明等<sup>[2]</sup>探讨了民营企业政治关联对其国际化战略的影响,结论认为民营企业在母国的政治关联对其国际化程度总体上不具有显著

的正向作用。但进一步研究发现,民营企业的母国政治关联对国际化深度具有显著的正向促进作用,同时又显著地负向影响国际化广度。目前关于政治关联对企业多元化和国际化作用的研究主要集中在民营企业政治关联对国际化战略的影响,而企业全样本和国有企业政治关联对国际化战略的影响却关注不足。学者邓新明等<sup>[2]</sup>从民营企业在母国的政治关联对国际化战略影响的角度,分析政企关系影响民营企业国际化成长的作用机制,得出民营企业在母国的政治关联对其国际化程度总体上不具有显著正向作用(与文献假设不同)的结论。我们基于理论研究视角补充提出了与文献相似的假设,并增加分析数据量进行实证研究。

在上述学术背景下,本文认为高管政治关联对企业对外直接投资决策有影响,且国有企业高管政治关联与民营企业高管政治关联对企业对外直接投资决策影响强弱不同。理由如下:

第一,企业在对外投资决策时会充分考虑国家政策对企业对外投资的支持,如相关的税收政策、鼓励相关行业发展政策、政府补贴等,而具有政治关联的企业能获得更有利的政策支持;从收益风险上考虑,具有政治关联的企业在对外投资时,面临的风险较小、投资成本较低,相对收益也就会更高。第二,政治关联代表着企业的声誉,具有政治关联企业会传递出企业发展较好和企业实力较强的信号,因此该企业在对外投资时,合作方会更容易接受和认可;同时在中国特殊的政治经济背景下,相比没有政治关联的企业,合作方更愿意相信具有政府背景的企业,因此双方的合作更容易达成。第三,鉴于政治关联企业的政府背景,合作方的违约成本可能会更高,因此合作方不敢轻易毁约,进而增强了企业的投资意愿<sup>[17]</sup>。此外,由于委托代理问题的存在,民营企业比国有企业更能激励企业高管人力资本的投入。企业高管政治关联(社会资本)与人力资本一样都是依附于个人,其调动与使用都与个人动机高度相关,因此民营企业也比国有企业更能激励企业高管社会资本的投入,国有企业高管更不愿意运用个人政治网络为企业发展服务<sup>[14]</sup>。而且相较民营企业而言,国有企业高管政治关联性普遍较强,相互差别不明显。

综合上述分析,据此提出假设 H2: 高管政治

关联与对外投资决策成正相关关系。相比国有企业,民营企业高管政治关联对对外投资决策的影响更强些。

(三) 高管海外背景、政治关联与企业对外直接投资决策

同时拥有高管海外背景和政治关联的高管团队,两个社会特征相互作用结果对企业国际化战略决策的影响并不一定是正面的。原因如下:

在国有企业,薪酬制度较为僵化,高管薪酬未必与企业绩效挂钩;企业所有权归政府,而政府作为很多关键资源的实际控制者,有能力通过出台相关经济政策等手段降低国有企业的外部环境不确定性,企业对于预防市场不确定风险的意识弱,且资金约束相对宽松;战略目标多变不明,管理多头,各部门各自为政。因此高管团队中同时拥有海外背景与政治关联时,在决定对外直接投资时容易产生一定程度的意见分歧,协调困难,决策效率低。

在民营企业,责权利对称,高管薪酬越高,说明企业对高管的薪酬激励越强。具有政治关联的高管就会更愿意发挥自己的“关系”作用,积极与政府部门沟通,帮助企业获取更多的政府资源;拥有海外背景的高管也愿意快速地利用相关信息,准确地评估东道国制度和文化的风险,积极应对竞争环境,进而共同协作,加快企业对外直接投资战略决策。

综合上述分析,据此提出假设 H3: 在国有企业中高管海外背景与政治关联的相互作用对企业对外投资决策产生负面影响,但这种情况在民营企业中差异不明显。

### 三、研究设计

#### (一) 模型设计与变量定义

为分析我们选取的各自变量与因变量之间的关系,并检验研究假设,参考刘莉亚、何彦林等(2015)及蒋冠宏(2015)相关研究,建立如下3个多元线性回归模型,分别检验上文提出的3个假设( $H_1$ 、 $H_2$ 和 $H_3$ ):

$$OFDI_{it} = \beta_0 + \beta_1 OverseaBack_{it} + \beta_2 Control_{it} + \varepsilon_{it} \quad (1)$$

$$OFDI_{it} = \beta_0 + \beta_1 PolitiCon_{it} + \beta_2 Control_{it} + \varepsilon_{it} \quad (2)$$

$$OFDI_{it} = \beta_0 + \beta_1 OverseaBack_{it} + \beta_2 PolitiCon_{it}$$

$$+ \beta_3 OverseaBack_{it} \times PolitiCon_{it} + \beta_4 Control_{it} + \varepsilon_{it} \quad (3)$$

上式中  $\beta_0$  为回归常数;  $\beta_1, \beta_2, \dots, \beta_n$  为回归系数;  $\varepsilon$  为随机变量, 代表影响公司经济绩效的

其他因素。其中  $i = 1, 2, \dots, N$ , 代表第  $i$  家样本上市公司;  $t = 1, 2, \dots, T$ , 代表第  $t$  个时间序列观测值, 即上市公司第  $t$  年的数据观测值。

模型中涉及的主要变量定义如下(表 1):

表 1 主要变量的定义和说明

变量类型	变量名称	变量符号	变量说明
被解释变量	对外直接投资	OFDI	虚拟变量, 有对外直接投资为 1, 没有为 0
解释变量	高管海外背景	Ovesea	虚拟变量, 有出国工作或留学经历为 1, 没有为 0
	高管政治关联	PolitiCon	按高管政治级别等计算得出的综合分值
控制变量	文化差异指数	Culture	Hofstede 文化差异指数
	公司规模	Size	年末资产总额的自然对数
	财务杠杆	Level	年末负债总额除以年末资产总额
	资本密集度	LCapIns	(年度固定资产均值/员工人数均值) 的自然对数
	境外法人持股比	Outshare	境外法人持股数量/总股本
	境外收入占比	RevenRt	年度境外投资业务收入/年度主营业务总收入
	组织冗余	Slack	所有者权益/总负债
	上市年限	lAge	公司上市年限的自然对数
	产权性质	Private	虚拟变量, 国有上市公司取 1, 否则取 0
	行业类型	Industry	虚拟变量, 采用 2012 证监会分类标准

1. 被解释变量。被解释变量(OFDI)是企业进行对外直接投资的虚拟变量, 有投资为 1, 没有投资为 0。

2. 解释变量。高管海外背景(OverseaBack)系虚拟变量, 企业中有至少一名高管拥有境外工作或学习经历时该变量取 1, 否则为 0。这里的高管是指上市公司整个高层管理团队, 包括上市公司董事、监事、高级管理人员, 数据来源于 CS-MAR 中国上市公司董监高个人特征文件。高管海外背景按具体内容又可划分为高管海外工作虚拟变量与高管海外学习虚拟变量。

政治关联(PolitiCon)强度的计量通过两个方面: 一是行政级别系数计算: (1) 分别对企业除独董外曾是政府官员的各位高管的职务级别和单位级别进行赋值: 副科以下为 1, 副科为 2, 正科为 3, 副处为 4, 正处为 5, 副厅为 6, 正厅为 7, 副部长为 8, 正部为 9; (2) 把各个高管的职务级别和单位级别赋值分别相乘, 取最大值, 即为高管个人政府官员类政治关系的强度。取企业所有高管中个人政府官员类政治关系强度的最大值, 即为该企业政府官员的行政级别系数。二是代表委员强度计算: (1) 分别对企业除独董外曾(现)是代表委员的各位高管的代表类型和所代表地方的行政级别分别进行赋值: 工商联成员为

1, 政协委员为 2, 人大代表为 3; 全国为 5, 省(直辖市)为 4, 地级市(区)为 3, 县级市(区)为 2, 乡镇(街道)为 1; (2) 把各个高管的代表类型和地方行政级别的赋值分别相乘, 取最大值, 即为高管个人代表委员类政治关系的强度。取企业所有高管中个人代表委员类政治关系的最大值, 即为该企业代表委员类政治关系的强度。按企业、年度、个人对公司行政级别系数和代表委员强度求最大值, 得出该公司的年度政治关联强度。

3. 控制变量。控制变量主要根据刘莉亚、何彦林等(2015)、张娆(2015)及蒋冠宏(2015)等相关研究选取, 包括: 文化差异指数(Culture), 风俗习惯及价值取向等文化差异是影响对外直接投资区位选择的重要因素。本文采用荷兰学者吉尔特·霍夫斯泰德(Geert Hofstede)通过问卷调查得出的不同国家间文化差异距离数据, 主要分 6 个维度: 权力距离(power distance)、不确定性避免(uncertainty avoidance index)、个人主义与集体主义(individualism versus collectivism)、男性化程度(masculine versus femininity)、长期文化取向(long term orientation)及放纵(indulgence)。按照 Kogut and Singgh(1988)提出的公式计算出各国与中国的文化差异指数, 该指数越大表明东道国与我国的文化差异或文化距离越

大。资本集中度(LCapIns)。作为全球制造中心,中国在劳动密集型行业具有一定的比较优势,能够吸引外资企业到国内投资,所以理论上要素集中度应与对外直接投资存在反相关关系,本文取年度固定资产均值与年度员工人数均值之比的自然对数作为上市公司的年度资本集中度。行业类型(Industry)系虚拟变量,采用2012证监会分类标准,对制造业按大类划分行业,其他行业则按门类划分。

(二) 数据来源

对外直接投资的数据是从CSMAR中国上市公司关联交易数据库获得。我国企业会计准则规定上市公司必须详细披露其关联交易情况,上市公司发生对外直接投资则形成了关联关系,必定反映在其关联交易披露信息中,参照刘莉亚、何彦林等(2015)的做法,本文从上市公司关联交易信息中筛选整理我国上市公司对外直接投资的数据。国泰安CSMAR的中国上市公司关联交易研究数据库提供了上市公司关联交易情况及关联公司基本文件,包括关联公司注册地、注册资本(含货币类型)、关联关系类型、上市公司控制权益比例等信息,凡是符合关联方注册地在大陆以外、上市公司控制权益比例超过10%以及关联关系类型为“上市公司的子公司”、“上市公司的合营企业”或“上市公司的联营企业”条件的,本文确认为上市公司当年发生了对外直接投资。对外直接投资的规模通过世界银行数据库提供的各国货币年度官方平均汇率折算出关联方注册资本的人民币金额,与上市

公司控制权益比例相乘得到上市公司对关联方的投资规模,再按年份计算出上市公司对不同关联公司的投资规模之和,即为上市公司年度对外直接投资的规模。

高管海外背景及政治关联、资产规模等财务数据均是从CSMAR数据库获得,文化差异数据来自Hofstede发布的文化指数,不同币种年度平均汇率从世界银行官方数据库下载。

本文选择1998—2015年沪深股市A股上市公司为初选样本,剔除金融类上市公司及ST、\*ST、S\*ST等公司,对连续变量进行了1%双向缩尾处理,最终获得30228个观察值。

四、实证分析

(一) 样本的描述性统计分析

由表2可知,对比对外直接投资与非对外直接投资的样本,具有海外背景高管在对外直接投资的企业中均值为0.05,而在非对外直接投资的企业中均值为0.017,表明对外直接投资企业拥有海外背景的高管人员比例平均高于非对外直接投资企业约3%。

政治关联强度指数上,非对外直接投资企业的政治关联强度系数均值为0.643,对外直接投资企业的政治关联强度系数均值为0.851,高出非对外直接投资企业32%,两者的方差基本接近2.3,表明对外直接投资企业与政府的政治关联强度普遍高于非对外直接投资企业。其他控制因素如企业规模、负债水平、有形资源比率、资本集中度、境外法人持股比、上市年限等的均值和方差在两个样本中都非常接近。

表2 主要变量的描述性统计

变量	OFDI 企业					非 OFDI 企业				
	均值	标准差	最小值	最大值	样本量	均值	标准差	最小值	最大值	样本量
Ovesea	0.05	0.246	0	2	5662	0.017	0.143	0	2	25000
Culture	1.041	1.533	0	5.227	5657	0.062	0.449	0	5.227	25000
PolitiCon	0.851	2.459	0	10	5662	0.643	2.133	0	10	25000
Outshare	0	0.002	0	0.082	5662	0	0.007	0	0.444	25000
RevenRt	2.78	9.716	0	49.04	5657	1.276	6.173	0	49.04	25000
Level	0.451	0.235	0.022	1.704	5655	0.444	0.264	0.022	1.704	25000
Size	22.15	1.452	18.38	28.51	5662	21.38	1.223	10.84	28	25000
Tangible	0.961	0.037	0.694	1	5662	0.959	0.046	0.694	1	25000
LCapIns	14.26	1.093	11.29	19.91	5591	14.1	1.177	7.475	20.51	24000
lAge	2.504	0.604	0	3.258	5636	2.621	0.561	0	3.258	24000

(二) 主要变量相关性分析

主要变量相关系数矩阵显示(表3),企业对

外直接投资规模与高管海外背景指标是正相关,与投资注册地文化差异程度也是正相关,表明上

市公司具有海外背景的高管越多,与投资注册地文化差异越大,企业越倾向于进行对外投资,且投资规模越大。是否对外直接投资的变量 OFDI 与对外直接投资规模指标密切相关,相关系数为 0.994,相关矩阵表中就不再重复列示。绝大多

数指标的两两相关系数不超过 0.4,且显著地不等于 0,表明变量间不存在显著的共线性问题。后续将进一步控制其他变量,对研究假设进行检验。

表 3 主要变量的相关系数矩阵

	OfdiCap	Ovesea	Culture	PolitiCon	Outshare	RevenRt	Level	Slack	Tangible	EquityRt	lAge
OfdiCap	1										
Ovesea	0.077***	1									
Culture	0.443***	0.059***	1								
PolitiCon	0.042***	0.031***	0.047***	1							
Outshare	-0.009	0.001	-0.001	0.005	1						
RevenRt	0.083***	0.010*	0.092***	0.026***	-0.004	1					
Level	0.013**	-0.031***	0.009	-0.026***	0.002	-0.041***	1				
Slack	-0.018***	0.029***	-0.020***	0.005	-0.002	0.032***	-0.521***	1			
Tangible	0.015***	-0.003	-0.006	-0.012**	0.011*	-0.022***	-0.029***	0.019***	1		
EquityRt	0.027***	-0.013**	0.010*	-0.014**	-0.001	-0.012**	0.413***	-0.238***	0.027***	1	
lAge	-0.079***	-0.074***	-0.042***	-0.078***	0.012**	-0.113***	0.297***	-0.168***	-0.004	0.158***	1

\* 表示  $P < 0.1$ ; \*\* 表示  $P < 0.05$ ; \*\*\* 表示  $P < 0.01$ 。

### (三) 回归分析

我们选取了两个因变量来表示样本公司的对外直接投资情况,分别为是否对外直接投资 (OFDI) 与对外直接投资规模 (lofdicapmaxw),对应设定 3 个多元线性回归模型分别进行回归分析。

1. 高管海外背景对对外直接投资决策影响的回归分析。高管海外背景对 OFDI 的回归结果 (表 4) 中,第 I 项下的两列分别为混合横截面 Logit 回归估计结果及其相应的边际效应;第 II 项下的前两列分别为面板数据 Logit 回归估计结果及其相应的边际效应,第 III 列、第 IV 列分别为面板数据固定效应和随机效应的回归估计结果。

在所有模型回归结果中,高管海外背景指标与对外直接投资的回归系数均为正,且在 1% 水平下显著,表明高管有海外背景的企业,其对外直接投资的可能性更大。混合截面回归下的边际效应估计显示,在其他条件不变时,高管海外背景指数每增加一个单位,企业对外直接投资的可能性平均会增加 6.5%;此时边际变化率在面板数据回归下有所下降,为 2.8%。

其他有关变量在以上 6 个回归结果中的系数正负号基本是一致的,只有行业变量不一致,表明总体上回归结果是稳健的。文化差异指数与对外直接投资决策的回归系数为正且在 1%

水平上显著相关,表明企业对外直接投资更多地倾向于投资在与本国文化差异较大的国家和地区,面板数据 Logit 回归边际效应显示,文化差异指数每增加一个单位,企业对外直接投资的可能性提升 4.8%。

对外投资的可能性与企业规模和企业类型呈显著正相关关系,规模越大越倾向对外直接投资,民营企业更多地参与对外直接投资;对外直接投资的可能性与企业的资本密集度及公司上市年限呈显著负相关关系,表明进行对外直接投资的企业更多地是上市年限较短的高科技创新型企业。

为了诊断固定效应和随机效应两类面板数据估计的适用性,本文进行了 Hausman 检验,原假设为随机效应模型正确,计算得到的统计量为 801.19,对应的  $P$  值小于 0.001,故拒绝原假设,支持固定效应模型。

2. 高管政治关联对对外直接投资决策影响的回归分析。通过面板数据的固定效应  $F$  检验得出面板数据优于截面数据,又通过 Hausman 检验得出固定效应优于随机效应。表 5 第 1、2 栏分别是高管政治关联对 OFDI 决策的固定效应和随机效应 Logit 回归结果;第 3、4 栏分别是民营企业 and 国有企业高管政治关联对 OFDI 决策的固定效应 Logit 回归结果。

表4 高管海外背景与对外直接投资

	混合回归		面板数据回归			
	Logit 回归(1)	边际效应(2)	Logit 回归(3)	边际效应(4)	固定效应(5)	随机效应(6)
Ovesea	0.577*** -6.76	0.065*** -6.78	0.460*** -3.74	0.028*** -3.71	0.331** -2.64	0.046*** -4.41
Culture	1.030*** -42.92	0.117*** -47.09	0.788*** -28.1	0.048*** -21.66	0.520*** -21.07	0.121*** -49.65
Outshare	-23.591* (-2.35)	-2.678* (-2.35)	-29.226** (-2.68)	-1.796** (-2.67)	-24.620* (-2.19)	-0.631* (-2.36)
RevenRt	0.015*** -6.88	0.002*** -6.89	0.019*** -5.12	0.001*** -5.04	0.014*** -3.61	0.002*** -6.47
Level	0.037 -0.4	0.004 -0.4	0.047 -0.34	0.003 -0.34	0.034 -0.22	0.014 -1.44
Size	0.513*** -32.19	0.058*** -33.1	0.777*** -25.96	0.048*** -20.48	0.761*** -19.59	0.063*** -26.61
Slack	-0.003 (-0.89)	0 (-0.89)	-0.007 (-1.38)	0 (-1.38)	-0.011 (-1.87)	0 (-1.06)
Tangible	0.817 -1.9	0.093 -1.9	0.131 -0.18	0.008 -0.18	-0.522 (-0.65)	0.003 -0.05
LCapIns	-0.090*** (-4.94)	-0.010*** (-4.95)	-0.208*** (-6.49)	-0.013*** (-6.38)	-0.216*** (-5.46)	-0.019*** (-7.34)
lAge	-0.256*** (-6.51)	-0.029*** (-6.52)	-0.436*** (-4.29)	-0.027*** (-4.25)		-0.035*** (-3.71)
Private	0.375*** -9.15	0.043*** -9.17	0.652*** -5.79	0.040*** -5.67		0.048*** -4.28
Industry	-0.432* (-2.46)	-0.049* (-2.46)	0.146 -0.41	0.009 -0.41		0.016 -0.36
N	29 589	29 589	29 589	29 589	13 852	29 589
adj. R <sup>2</sup>	0.192		0.175		0.161	0.127

\* 表示  $P < 0.1$ , \*\* 表示  $P < 0.05$ , \*\*\* 表示  $P < 0.01$ ; 括号内数字为  $t$  统计值。

从固定效应回归结果看,高管政治关联与对外直接投资决策是正相关的,且在1%水平上显著,表明高管政治关联指数每提升一个单位,对外直接投资的可能性会增加约2.7%。区分企业类型分别进行面板数据固定效应Logit回归时,民营企业高管政治关联对对外直接投资的促进效应明显,第3栏数据显示,民营企业高管政治关联系数每提升一个单位,对外直接投资的可能性增加3.8%,比上市公司对外直接投资可能性平均水平增加1.2%,表明民营企业中有政治关联的企业在资源、技术与市场等方面差异明显,开拓国外市场的态度是不同的;而国有企业中高管政治关联的影响不显著,可能是国有企业高管政治关联性普遍较强,相互差别不明显。文化差异指数(Culture)在4个回归中均为正值且在1%水平上显著,表明区域间文化差异越大,

越吸引上市公司进行对外直接投资,其内在动力可能是资源优势互补作用。企业资产规模(Size)在4个回归中均为正值且在1%水平上显著,表明规模越大的企业越倾向于进行对外直接投资。资本密集度(LcapIns)在4个回归中均在1%水平上显著地负相关,表明资本相比于传统的人力资本密集企业,高新技术企业更多地倾向于对外直接投资。

3. 高管海外背景及政治关联对OFDI的协同作用分析。表6显示了高管海外背景及政治关联对企业对外直接投资的协同作用的面板数据Logit回归结果。通过 $F$ 检验和Hausman检验,得出面板数据优于截面数据、固定效应优于随机效应,故本表着重展示固定效应的回归结果,第1、3、4栏分别是全样本固定效应、国有企业样本固定效应及民营企业样本固定效应的回

归结果,表中第2栏是全样本随机效应的回归结果,用来进行数据对比。

表5 高管政治关联对对外直接投资面板数据的 Logit 回归结果

OFDI	(1)	(2)	(3)	(4)
	固定效应	随机效应	民营企业	国有企业
PolitiCon	0.027** (2.08)	0.016 (1.35)	0.038* (1.95)	0.020 (1.13)
Culture	0.524*** (21.27)	0.801*** (28.76)	0.379*** (12.21)	0.722*** (17.27)
Outshare	-24.478** (-2.23)	-29.505*** (-2.79)	-86.556 (-0.02)	-26.185** (-2.42)
Level	0.043 (0.28)	0.044 (0.32)	0.117 (0.57)	0.004 (0.02)
Size	0.771*** (19.85)	0.783*** (23.21)	0.926*** (15.65)	0.656*** (12.37)
Slack	-0.011* (-1.84)	-0.006 (-1.13)	-0.018** (-2.24)	-0.004 (-0.47)
Tangible	-0.698 (-0.87)	-0.272 (-0.36)	-1.373 (-1.20)	-0.285 (-0.25)
LCapIns	-0.218*** (-5.49)	-0.212*** (-6.48)	-0.358*** (-6.17)	-0.099* (-1.77)
Private	控制	控制		
Industry			控制	控制
Insig2u _cons		1.623*** (36.08)		
N	13 852	29 589	6 623	7 229
adj. R <sup>2</sup>	0.155	0.157	0.129	0.160

\* 表示  $P < 0.1$ , \*\* 表示  $P < 0.05$ , \*\*\* 表示  $P < 0.01$ ; 括号内数字为  $t$  统计值。

从第1栏全样本固定效应回归结果看,高管海外背景与对外直接投资机率在1%水平上呈显著的正相关关系,表明高管有海外背景的企业比高管没有海外背景的企业平均增加了41.6%的对外直接投资的可能性。对比第3、4栏中分企业类型的回归结果可以发现,这种影响主要发生在民营企业中,在国有企业中并不显著。根据样本分析,民营企业中高管有海外背景的占2.83%,国有企业中相应比例是1.38%,可见民营企业更多地通过培养和引进有海外背景的高管来增强对外直接投资的决策和管理。另一方面,高管政治关联对对外直接投资的影响在全样本和国有企业样本中均为1%水平上的显著正相关,表明高管政治关联在国有企业中对对外直

接投资有显著的促进作用,可见央企及一些行政级别较高的国企在积极开拓海外市场方面做出了更多的尝试。民营企业高管政治关联与对外直接投资的相关系数较小且不显著,表明具有高管政治关联的民营企业目前更多地还是关注国内市场。

高管海外背景与政治关联对企业对外直接投资决策的协同作用(OverseaPolit)在全样本回归中系数为负但很不显著,表明高管团队中同时拥有海外背景与政治关联时,对外直接投资的可能性与其他情况并无差异。但在国有企业中高管海外背景与政治关联的协同作用对企业对外投资决策产生负面影响,在10%的水平上显著,说明当高管团队中同时拥有海外背景与政治关联时,国有企业在决定对外直接投资时可能存在一定程度的意见分歧,以至于对外直接投资的可能性反而比高管团队单独具有海外背景或政治关联时减小了,但这种情况在民营企业中并不存在明显差异。

其他控制变量如地区文化差异(Culture)、企业资产规模(Size)、资本密集度(LcapIns)、投资者海外持股(Outshare)等与对外直接投资的相关系数及显著性与前面两个回归基本相同,这里不再赘述。

#### (四) 稳健性检验

1. 采用PSM匹配。为了克服样本自选择引起的内生性问题,本文采用了倾向得分匹配法对是否对外直接投资的样本进行1:2匹配,利用匹配后的样本重新进行上述回归检验,结果和全样本回归检验结果一致。

2. 重新选择OFDI样本。张娆(2015)等从商务部公布的境外投资企业(机构)名录中获取我国境外投资企业名单,从中筛选出沪深A股上市公司。本人采用上述方法获得并筛选出1998—2013年间对外直接投资企业名单,与其他数据匹配后重新进行回归检验,结果与原先保持一致。

3. 其他稳健性测试。除上述检验外,我们还进行了其他的一些稳健性测试(限于篇幅,未报告):(1)将高管海外背景的衡量改用拥有高管海外工作或学习背景的人数占董监高总人数的百分比;(2)改变部分控制变量定义,如以销售收入自然对数衡量公司规模、增加ROA、托宾



Q 值等作为控制变量等。这些稳健性测试都不会改变文章之前的基本发现。

表 6 高管海外背景与政治关联对企业对外直接投资的协同作用

OFDI	(1) 固定效应	(2) 随机效应	(3) 国有企业固定效应	(4) 民营企业固定效应
Oversea	0.416** (2.50)	0.568*** (3.51)	0.366 (1.22)	0.431** (2.15)
PolitiCon	0.175** (1.97)	0.142* (1.75)	0.313** (2.36)	0.045 (0.38)
OverseaPolit	-0.154 (-0.38)	-0.093 (-0.24)	-1.085* (-1.68)	0.664 (1.21)
Culture	0.524*** (21.29)	0.799*** (28.59)	0.720*** (17.23)	0.381*** (12.25)
Level	0.042 (0.27)	0.046 (0.34)	0.000 (0.00)	0.123 (0.60)
Size	0.772*** (19.88)	0.784*** (25.44)	0.656*** (12.37)	0.928*** (15.68)
LCapIns	-0.219*** (-5.51)	-0.212*** (-6.64)	-0.099* (-1.78)	-0.359*** (-6.18)
Slack	-0.011* (-1.87)	-0.006 (-1.18)	-0.004 (-0.44)	-0.017** (-2.23)
Tangible	-0.643 (-0.80)	-0.068 (-0.09)	-0.193 (-0.17)	-1.272 (-1.11)
Outshare	-24.578** (-2.19)	-29.450*** (-2.73)	-26.165** (-2.36)	-86.623 (-0.02)
Private	控制	控制		
Industry			控制	控制
Insig2u				
_cons		1.622*** (36.38)		
N	13 852	29 589	7 229	6 623
adj. R <sup>2</sup>	0.153	0.159	0.125	0.147

(1) \* 表示  $P < 0.1$ , \*\* 表示  $P < 0.05$ , \*\*\* 表示  $P < 0.01$ ; (2)  $R^2 = 0.67$ ,  $F$ -statistic = 20.309,  $Sig.$  = 0.000; (3) 括号内数字为  $t$  统计值。

## 五、结论与局限

以中国 1998—2015 年沪、深 A 股上市公司为样本,检验了高管海外背景、政治关联对企业对外直接投资决策行为的影响。研究发现,高管海外背景与企业对外投资决策呈显著正相关,高管海外工作经历显著地提高了企业对外直接投资的可能性,高管海外留学经历对企业对外直接投资决策的影响不显著;高管政治关联强度与对外直接投资决策呈显著正相关,这种影响对民营企业是显著的,而对国有企业则不显著;高管海外背景与政治关联对对外直接投资决策的联合作用在总体上不显著,但在国有企业呈现 10% 水平上的负相关,表现出这两组人群在对外直接

投资决策的具体事务上存在一定的观点分歧。

本文不仅丰富了我国对外直接投资决策的影响因素的相关文献,对完善我国海外人才引进政策及上市公司开拓海外市场也提供了重要的借鉴作用。但受数据限制,本文没有对上市公司高管海外工作或学习经历如所在国家、工作(学习)时间等进行深入分析,也没有对境外投资绩效进行跟踪调研,这些有待在今后的研究中进行深入考察和分析。

## 参考文献:

[1] 丁志帆,孙根紧.“一带一路”背景下中国对外直接投资空间格局重塑[J].四川师范大学学报,2016(2):

- 54 - 61.
- [2] 邓新明,熊会兵,李剑峰,等. 政治关联、国际化战略与企业价值——来自中国民营上市公司面板数据的分析[J]. 南开管理评论, 2014, 17(1): 26 - 43.
- [3] 刘天怡. 中国对外直接投资的现状及趋势研究[J]. 湖北经济学院学报, 2015(8): 39 - 57.
- [4] 姜付秀,伊志宏,苏飞,等. 管理者背景特征与企业过度投资行为[J]. 管理世界, 2009(1): 130 - 139.
- [5] 李焰,秦义虎,张肖飞. 企业产权、管理者背景特征与投资效率[J]. 管理世界, 2011(1): 135 - 144.
- [6] 夏立军,陆铭,余为政. 政企纽带与跨省投资——来自中国上市公司的经验证据[J]. 管理世界, 2011(7): 128 - 140.
- [7] Reuber A R, Fischer E. The Influence of the Management Team's International Experience on the Internationalization Behaviors of SMEs [J]. Journal of International Business Studies, 1997, 28(4): 807-825.
- [8] Lee H U, Park J H. Top Team Diversity, Internationalization and the Mediating Effect of International Alliances [J]. British Journal of Management, 2006, 27(3): 196-213.
- [9] 张娆. 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 - 151.
- [10] Hambrick D C, Mason P A. Upper Echelons: The Organization as a Reflection of Its Top Managers [J]. Academy of Management Review, 1984, 9(3): 193-206.
- [11] 葛玉辉,申舒萌. 全球化战略决策中高管团队得国际化角色: 国外市场进入模式[J]. 当代经济管理, 2011(9): 53 - 58.
- [12] Peng M, Luo Y. Managerial Ties and Firm Performance in a Transition Economy: The Nature of a Micro-macro Link [J]. Academy of Management Journal, 2002, 43(3): 486 - 501.
- [13] 边燕杰,丘海雄. 企业的社会资本及其功效[J]. 中国社会科学, 2000(2): 87 - 99.
- [14] 巫景飞,何大军,林日韦,等. 高层管理者政治网络与企业多元化战略: 社会资本视角——基于我国上市公司面板数据的实证分析[J]. 管理世界, 2008(8): 107 - 118.
- [15] 胡旭阳,史晋川. 民营企业的政治资源与民营企业多元化投资——以中国民营企业 500 强为例[J]. 中国工业经济, 2008(4): 5 - 14.
- [16] 李健,陈传明,孙俊华. 企业家政治关联、竞争战略选择与企业价值——基于上市公司动态面板数据的实证研究[J]. 南开管理评论, 2012, 15(6): 147 - 157.
- [17] 何益闯. 政治关联与企业投资行为的研究——基于民营上市公司的经验证据[D]. 重庆: 西南政法大学, 2012.

(责任编辑: 康兰媛)

## Top Management Team's Oversea Background Political Connection and OFDI: An Empirical Analysis Based on Listed Firms in China

SU Xiao , WANG Haojun

( School of Business Management , Hohai University , Changzhou 213022 , China)

**Abstract:** Using the unbalanced panel data of Chinese A-share listed company set from 1998 to 2015 ,this paper analyzes the influence of top management team's oversea background and political connections on Outward Foreign Direct Investment ( OFDI) . The results show that: ( 1) Top Management Teams( TMTs) with oversea background are more likely to make OFDI decision and TMTs with oversea work experience have a stronger influence on OFDI decisions than those with oversea study experience. ( 2) TMTs with political connections have a positive influence on OFDI decisions ,and this influence is stronger in private companies than in state-owned ones. ( 3) TMTs with both oversea background and political connections will have a negative influence on OFDI decisions in state-owned companies ,but not in private companies. These results have enriched the literature of the influence factors of OFDI in developing countries ,and have provided references for the modification and improvement of overseas talent introduction policies and listed companies opening-up overseas markets.

**Key words:** quoted company; top management teams; oversea background; political connection; OFDI

( 上接第 33 页)

## A Study of Non-linear Effects of China's Fiscal Policy: Based on the Analysis of Supply-demand Structure of Both Commodity and Labor Market

BIAN Zhicun<sup>1</sup> , TANG Yanju<sup>2</sup>

( 1. School of Finance , Nanjing University of Finance and Economics , Nanjing 210023 , China;

2. CITIC Bank Nanjing Branch , Nanjing 211100 , China)

**Abstract:** Using 1953—2013 annual data ,this paper constructs a markov regime-switching model to investigate the non-linear effects of China's fiscal policy on output growth. The empirical result shows that fiscal policy appears significant non-linear effects in China: fiscal policy in 1958—1962 ,1966—1969 and 1977—1980 period has non-Keynesian effects ,whereas it has keynesian effects in 1981—2013 period. Besides ,learning from Muellbaue and Portes' Quantity restriction model ,we believe that the shortage of China's commodity and labor market may still exist which results in the non-linear effects. We suggest that the government should pay high attention to the supply-demand structure alteration of labor market in order to make fiscal policy playing a more scientific and reasonable role.

**Key words:** fiscal policy; non-linear effect; quantitative control model