



CEO 职业顾虑与对外直接投资： 远涉重洋或安土重迁

钟若菡¹, 李延喜²

1 辽宁大学 经济学部商学院, 沈阳 110136

2 大连理工大学 经济管理学院, 辽宁 大连 116024

摘要: 对外直接投资中的代理问题研究逐渐兴起,但CEO职业顾虑对其影响作用存在争议。根据职业生涯理论,受职业顾虑等隐性契约激励影响,经理人倾向选择高风险投资,通过“干中学”提升能力。而基于安逸生活理论,职业顾虑使CEO规避高风险投资,减少负面的能力评价。因此,从CEO职业顾虑出发,检验公司对远涉重洋与安土重迁的偏好,挖掘跨国投资中代理问题的影响机理。

利用2003年至2020年沪深A股上市公司数据,基于主成分分析法综合测度CEO职业顾虑,分别采用Probit模型和Probit-Poisson两步模型,实证检验CEO职业顾虑对公司对外直接投资进入决策和规模决定的影响。从风险承担和能力评价探究二者作用机制,重点关注国有与非国有公司差异,围绕对外直接投资动机、职业生涯、国际化进程等理论开展异质性分析,检验职业顾虑下信号传递效果和对外直接投资的逆向创新溢出效应。

结果表明,CEO职业顾虑抑制对外直接投资进入、程度及广度等决策,即CEO职业顾虑较高公司倾向安土重迁。在考虑内生性、产权性质、盈余管理、进入决策增量、2008年金融危机、2018年中美贸易冲突等因素后,安逸生活假说依然成立。公司风险承担和能力评价是CEO职业顾虑影响公司对外直接投资的主要作用机制:较低风险承担能力、较高即期能力关注、较低历史能力评价等会加重CEO职业顾虑对公司安土重迁的影响。“一带一路”倡议实施、承接体制性产能过剩、非国有公司的汇率波动等市场寻求动机、国际化经验以及临近退休等,在不同程度缓解经理人追求安逸生活。安土重迁偏好迎合投资者对职业顾虑较高经理人能力评价的刻板印象,却损害公司盈余质量、国际化进程、创新投入与产出,阻断对外直接投资的逆向创新溢出效应。

从安逸生活理论解读公司跨国投资中CEO职业顾虑所导致的不勤勉行为,有助于理解与治理公司跨国投资中的代理问题,为促进公司跨国投资、完善经理人考评与激励提供政策启示。

关键词: CEO职业顾虑; 对外直接投资; 安逸生活理论; 职业生涯理论; 风险承担; 能力评价

中图分类号: F275

文献标识码: A

doi: 10.3969/j.issn.1672-0334.2024.05.009

文章编号: 1672-0334(2024)05-0123-23

收稿日期: 2023-01-31 修返日期: 2024-02-09

基金项目: 国家社会科学基金(24AJY032); 辽宁省属本科高校基本科研业务费专项资金(LJ112410140091); 辽宁大学青年科研基金(LDNQ20230004)

作者简介: 钟若菡, 管理学博士, 辽宁大学经济学部商学院讲师, 研究方向为公司治理和国际投资等, 代表性学术成果为“Multiple large shareholders, control contests, and forced CEO turnover”, 发表在2021年第48卷《Emerging Markets Review》, E-mail: zhongruohan@lnu.edu.cn

李延喜, 管理学博士, 大连理工大学经济管理学院教授, 研究方向为财务管理和国际金融等, 代表性学术成果为“外部治理环境、产权性质与上市公司投资效率”, 发表在2015年第1期《南开管理评论》, E-mail: mrllyx@dlut.edu.cn

引言

公司对外直接投资研究多围绕制度、产业和资源等三种基础观,探讨制度^[1]、风险^[2]、要素^[3]、金融^[4]、资源^[5]、产权^[6]、经验^[7]等因素的影响。然而,BUCKLEY et al.^[8]强调对外直接投资研究不应局限于公司层面,管理者心理是未来重要研究方向。CEO自恋^[9]、调节焦点^[10]、个人主义^[11]、风险偏好^[12]等“理性人”属性心理因素影响公司对外直接投资,但职业顾虑相关探讨较少。

职业顾虑是经理人对业绩等能力评价指标的过度关注,体现社会人与理性人综合属性^[13]。自诺贝尔经济学奖获得者FAMA^[14]提出这一概念,学术界开始探究其对CEO道德风险行为的影响,却莫衷一是。早期研究多借助数理模型,认为职业顾虑能约束经理人道德风险^[15]。后续学者围绕职业生涯与经理人市场关系实证研究发现,年轻经理人为获得市场声誉会勤勉尽职,倾向推进高挑战性投资,实施更多跨国并购^[16]。但当职业生涯接近尾声,职业顾虑隐性激励被削弱,就会出现“59岁现象”。然而,诺贝尔经济学奖获得者HOLMSTRÖM^[17]强调,业绩导向能力评价是职业顾虑产生的根源,导致经理人风险偏好差异从而诱发道德风险。为证明自身能力,职业顾虑较高经理人会策略性使用投资与盈余管理^[18],或者选择信息充分且能快速证明能力的项目,偏好低风险跨国投资模式^[19]。综上,CEO职业顾虑与跨国投资模式研究存在争议,且公司受CEO职业顾虑影响是远涉重洋还是安土重迁仍有待深入挖掘。所以,本研究聚焦CEO职业顾虑对公司对外直接投资的影响,为推进公司国际化和完善经理人激励提供借鉴。

1 相关研究评述

1.1 经理人市场有效性下的职业生涯理论与安逸生活理论

职业生涯理论认为,职业顾虑会激励经理人“干中学”,力求提升个人能力。当经理人市场相对完备时,职业顾虑能够降低CEO行为决策中的道德风险,部分地替代薪酬等显性激励契约^[15]。受职业顾虑激励,经理人追求能力的突破式提升,向经理人市场传递有利的能力信号,从而获得市场声誉与职业发展前景^[20]。因此,年轻经理人为传递更多的能力信号,会更倾向于选择高风险的投资,锻炼自身能力^[21]。李维等^[22]利用公司环境信息披露支持了年轻经理人风险偏好的观点。相反,临近退休时职业顾虑隐性激励作用被削弱,经理人偏好并购等规避风险的海外投资模式^[16]。所以,基于职业生涯理论,有效经理人市场中职业发展与CEO职业顾虑之间呈现线性负相关的关系。

但是,职业生涯理论侧重强调职业顾虑对经理人的长期激励,忽视考核压力下的短视倾向。在经理人考核机制下,业绩是最具代表性的可观测能力信号。所以,职业顾虑引发经理人对可观测能力的过

度关注会转移到对业绩等可量化能力指标的过度关注^[13]。HOLMSTRÖM^[17]较早提出职业顾虑下经理人的代理问题,认为受职业顾虑影响经理人倾向采取代价高昂且不易被观测的行为,以干预市场对其能力的评判。BAGINSKI et al.^[13]通过实证研究支持了上述观点,发现为维护有利自身的可观测能力信息,职业顾虑较高的经理人会操纵公司负面信息披露。据此可知,由于未能反映考核等短期压力,职业生涯理论在解释不完备经理人市场中职业顾虑对经理人激励作用时存在一定的争议^[23-24]。综上,在不完备的经理人市场中需要结合对业绩的过度关注拓展CEO职业顾虑的理论研究。

职业顾虑作用下经理人对业绩过度关注所引发的道德风险行为,主要源自经理人市场的不完备,即经理人与其能力评价主体之间的信息不对称以及评价主体对经理人能力信息认知的有限理性。此时,相较于理性人属性下选择最大化能力信息传递,职业顾虑社会人属性影响下经理人更在乎利益相关者所关注的能力信息和评价。KEYNES^[25]认为,逆市场投资行为会受到投资者的能力质疑,使经理人转而选择随大流的投资行为。信息不对称和能力评价主体的有限理性使经理人不再追求最大化个人可观测能力,而是调整自身的勤勉程度以迎合市场的社会人属性。因此,相较于职业生涯理论,安逸生活理论更适合解释不完备市场中职业顾虑对经理人代理行为的影响,即经理人有动机避免高难度或者代价高昂的努力^[26]。在公司决策中,BERTRAND et al.^[27]利用美国部分州实施反收购法案的情境,首次验证了经理人在权衡扩建工厂与支付员工薪酬中追求安逸生活的偏好。在资本市场中,基金经理、分析师等追求安逸生活的行为也已被证实。职业顾虑会导致分析师预测与共识预测偏差较小、预测发布呈现不及时和频繁修改等特征,行业负面信息会降低职业顾虑对分析师预测行为中最大化能力信息的倾向^[28]。即使极具专业性的基金经理,受职业顾虑影响在风险选择和历史业绩方面倾向表现与他人的无差异化^[29]。因此,本研究认为,安逸生活理论能集中反映职业顾虑在能力评价中所体现的经理人社会人属性和在业绩考评中的理性人属性,更有利于解释不完备经理人市场中职业顾虑对经理人道德风险行为的影响。

1.2 能力评价与CEO职业顾虑测度

职业顾虑也称职业忧虑、职业生涯关注,是经理人对未来职业能力评价所产生的关注,侧重于经理人与经理人市场之间能力信号传递与甄别^[30]。由于难以准确量化经理人能力,所以职业顾虑通常聚焦对业绩的过度关注^[13]。最早CEO职业顾虑的理论研究依赖于数理模型的推导^[15]。随后的研究多沿用职业生涯理论,采用任期、年龄等单一指标测度CEO职业顾虑,认为刚上任或者年轻经理人为了向经理人市场传递更多的可观测能力信号,面临较高的职业顾虑^[16]。但正如上文所述,职业顾虑对经理人道

德风险行为的影响是复杂的, 职业生涯理论下任期、年龄等指标能否反映 CEO 职业顾虑受到挑战。尤其在不完备市场中, 经理人的能力较难被量化, 任职特征等信息成为利益相关者评价经理人能力的重要信息来源。所以, 随着数据可获得性的改善, 有学者借助多种任职特征测度经理人职业顾虑^[13]。这种基于信号传递的测度方式, 不仅反映了基于业绩考评的理性人属性, 还符合职业顾虑下经理人的社会人属性。为维系个人的社会地位与社会关系, 经理人重视利益相关者对其能力的评价。尤其在宗族文化、地域文化等非正式制度具有较强约束力时, 个体的认知与思维方式需要受到多种社会规范的影响, 个体行为镶嵌于社会关系中。所以, 本研究认为, 相较于职业生涯理论主导的单一指标, 基于任职信息的测度方法更适合中国经理人所面临的实际环境。

多维度指标测度方法基于信号传递理论, 认为能力评价使影响 CEO 职业顾虑形成的主要可观测信号来源于以下任职特征。其中, ① 经理人市场的不完备使得公司更了解内部提拔经理人的能力, 外部聘任经理人更多受到职业顾虑的影响^[31]。② 在新兴经济体中公司历史财务业绩是经理人是否被更换的基础指标, 是经理人重要的能力信号^[24]。较低业绩经理人面临较高的职业顾虑。③ 相较于控股股东指派的经理人, 公司与职业经理人之间的能力信息不对称程度较高^[32]。职业经理人更关注经理人市场中的能力评价, 面临较高的职业顾虑。④ 薪酬业绩敏感性越高, 经理人越需要关注与提升业绩等可观测能力信息, 职业顾虑水平越高。⑤ 公司创始人拥有丰富的决策知识, 擅于利用拥有的信息挖掘新的投资机会^[8]。市场往往高度评价第一任 CEO 能力, 将其作为后续经理人能力评价的锚定参考。这使继任者对个人能力评价的关注高于首任经理人。⑥ 能者多劳的观念在一定程度上反映经理人能力评判标准。当 CEO 兼任董事长时, 一般认为其有能力为公司带来积极影响^[11]。⑦ 新上任 CEO 所能展示的能力信息相对有限, 但市场往往给予他们较高期望以改善公司业绩等^[33]。⑧ 有效的公司治理降低了经理人对可观测信息操纵的空间^[34]。

2 理论基础和研究假设

当职业生涯理论有效时, 远涉重洋有益于增广见闻, 汲取更多元化的知识与技能, 契合职业顾虑较高经理人夯实能力的需求。对外直接投资可以提升组织学习能力, 实现向国内的知识逆向转移^[35]。因此, 离退休年限越久的 CEO 越倾向实施跨国并购^[16]。然而, 跨国投资对公司经营空间边界的拓展, 不仅增加公司经营业务管理难度, 还让公司面临更为错综复杂的经营环境, 增加了业绩的不确定性。短期来看海外投资联系的建立、资源的运转、知识的熟练掌握都需要时间, 所以对外直接投资对业绩的改善具有一定时滞性。这使公司在对外直接投资初期需承受一定的业绩压力^[16]。结合前文研究评述, 对外

直接投资的复杂性、不确定性和收益延迟等特征强化了经理人对短期业绩的关注, 会进一步降低职业生涯理论对经理人的约束作用, 让其倾向在决策中追求不求有功, 但求无过的安逸生活。

在安逸生活理论下, 职业顾虑较高的经理人倾向于规避对外直接投资的进入决策。相较于国内投资, 对外直接投资从业务、市场、环境等方面提高了对经理人能力的要求。正如 KEYNES^[25] 在《就业、利息与货币通论》中所形容的, 投资者会因公司异于同行的投资决策而质疑经理人的能力, 最终导致经理人采取随大流的投资行为。对外直接投资等高风险投资会引来市场对经理人能力的关注与质疑。当经理人市场不完备时, 利益相关者无法有效获得经理人真实能力信息, 更容易诱发职业顾虑较高经理人的道德风险行为。虽然, 追求安逸生活不能提升 CEO 在经理人市场中的能力声誉上限, 但规避对外直接投资等高风险的选择提升了其在经理人市场中的能力声誉下限, 同样有助于未来的职业发展。因此, 在不求有功, 但求无过的观念影响下, 职业顾虑较高经理人更偏好信息充足的投资项目, 避免高风险的投资行为而追求安逸生活^[36]。孟庆斌等^[24] 利用基金经理高流动性数据研究发现, 职业顾虑较高的基金经理的投资风格较为保守。尤其对外直接投资具有较高不确定性, 在短期内很难改善公司业绩, 经理人需要承受业绩考核压力^[16]。在跨国投资决策中, 刚上任 CEO 减少使用风险更高的完全控股对外直接投资进入模式^[19]。所以, 在安逸生活理论下, 职业顾虑较高的经理人是厌恶风险的, 会尽量减少外界对其能力的质疑, 规避对外直接投资所带来短期业绩考核压力, 倾向于安土重迁。

为迎合既有利益相关者对其能力评价的认知思维, 让经理人更容易接受跨国投资规模决定中的安逸生活。对于不得不开展海外投资的情况, 职业顾虑较高的经理人倾向减少投资的广度与深度。这不仅源自对业绩不确定性的规避, 还受能力评价主体认知有限理性对职业顾虑较高经理人认知的影响。例如, SHI et al.^[37] 研究发现, 独立董事的死亡可能会提高 CEO 对死亡认知, 导致 CEO 在公司投资决策中追求更安逸的生活, 削弱提高其报酬和社会地位的倾向。除死亡等突发事件所带来的认知转变以外, 安逸生活理论下经理人会迎合利益相关者对其能力评价的认知。这是因为人们不仅希望能力被肯定, 还期待拥有谦逊的形象以赢得社会好感^[38]。已有研究发现, 基金经理受职业顾虑影响在风险选择和历史业绩方面倾向表现与他人的无差异化, 迎合行业与市场^[29]。中国人崇尚“不偏之谓中, 不易之谓庸”“过犹不及”的中庸思想。在中国情境中, 职业顾虑下经理人对能力评价的过度关注使其选择遵守中庸思想, 减少投资规模决策中的激进行为。所以, 职业顾虑较高的 CEO 会避免海外扩张所带来的过度关注, 更容易接受跨国投资规模决定中的安逸生活。综上, 本研究认为职业顾虑促使经理人形成偏好安土重迁

的海外投资风格。因此,本研究提出假设。

H相较于远涉重洋,职业顾虑较高经理人所在公司倾向安土重迁,即CEO职业顾虑显著抑制公司对外直接投资的进入决策和规模决定。

3 研究设计

3.1 样本选择和数据来源

选取2003年至2020年沪深A股上市公司数据作为初始样本,剔除以下样本:金融保险类公司、ST、ST*公司、在避税天堂设立海外关联公司的样本、存续期不足两年或者无三年连续数据的上市公司和其他数据缺失样本。最终,获得3993家公司的27909个样本观测值。为避免受极端值影响,对连续变量进行上下1%的缩尾处理。汇率数据来自国际金融统计(IFS)数据库,“一带一路”概念股的数据来自同花顺网站,其他数据来自国泰安数据库。

3.2 变量定义

3.2.1 公司对外直接投资

从进入决策和规模决定刻画公司对外直接投资^[39]。关于对外直接投资的界定,商务部、国家统计局与国家外汇管理局共同修订的《对外直接投资统计制度(2022)》中规定外商直接投资企业是直接拥有或控制10%或以上股权、投票权或其他等价利益的境外企业。在联合国贸易和发展会议发布的《世界投资报告(2010)》、经济合作与发展组织制定的《外国直接投资的基准定义(第四版)》和国际货币基金组织发布最新的《直接投资关系框架》中均以10%的比例界定对外直接投资。据此,本研究将拥有最终控制权大于10%的海外关联公司的公司定义为进行对外直接投资的公司。具体地,如果公司当期拥有最终控制权大于10%的海外关联公司时,则开展了对外直接投资,进入决策虚拟变量 Ofd 取值为1,否则取值为0^[40]。公司对外直接投资规模决定包括程度和广度两个方面。其中,计算属于对外直接投资范畴的海外关联公司数量,测量公司对外直接投资程度 Off ^[41];统计对外直接投资国家总数以表征对外直接投资广度 Ofc ^[42]。

3.2.2 CEO职业顾虑

采用主成分分析法,从8项任职特征中萃取反映经理人对自身能力关注度的第一因子构建职业顾虑变量 Car ,数值越高意味着CEO职业顾虑程度越高^[13]。限于篇幅,主成分分析过程及KMO检验等结果未在文中列示。在任职特征变量选取方面,鉴于BAGINSKI et al.^[13]采用美国信息披露环境选取CEO职业顾虑的任职特征,本研究结合中国研究情境对其指标进行如下完善。

(1)沿袭BAGINSKI et al.^[13]部分变量设计,选取外部继任、新任经理人、两职合一、薪酬业绩敏感性、公司治理水平等指标。其中,结合中国情境,调整薪酬业绩敏感性和公司治理指数的计算方式。具体地,当CEO为非内部提拔时,外部聘任变量 Out 取值为1,否则取值为0^[19]。如果经理人处于上任第一年,则新

任经理人变量 New 取值为1,否则取值为0^[43]。当CEO未兼任董事长时,两职合一变量 Ndu 取值为1,否则取值为0^[13]。薪酬业绩敏感性采用资产收益率、成长性、公司规模、资产负债率、产权性质、成立年限、两职合一、董事会规模等与CEO薪酬的对数进行回归估计^[44]。按照薪酬新感性估计值将样本分为4组以减少共线性问题^[13]。当薪酬业绩敏感性属于前四分位数,虚拟变量 Aps 取值为1,否则取值为0。公司治理水平围绕第一大股东持股、管理层持股、前五大股东股权分离、股东大会次数、董事会次数、董事会独立性、机构投资者持股占比、两职合一、产权性质进行主成分分析^[45]。取主成分分析所得第一因子表征公司治理水平,据此将样本分为4组^[13]。当公司治理水平属于前四分位数时,虚拟变量 Gin 取值为1,否则取值为0。

(2)更换业绩考核标准。BAGINSKI et al.^[13]侧重与经理人信息披露动机相关的职业顾虑形成因素,认为股票收益率波动能够反映公司风险。这种关系推导更符合美国资本市场情况。梳理已有研究发现,股票收益率波动并不是直接导致经理人产生职业顾虑,而是其所带来的不可预测性提高公司监督成本^[46]。波动中潜藏的财务困境风险与业绩不佳会导致解雇风险的提升,提高职业顾虑对CEO影响^[13]。所以,股票收益率波动对职业顾虑形成及影响的作用机制较长,更符合因果推断关系中的调节效应^[47]。而在新兴经济体中,公司历史财务业绩是是否更换经理人的基础指标,与CEO职业顾虑形成更为密切^[13]。在中国情境下,历史财务业绩可以反映基金经理职业顾虑^[24],即当财务业绩较低时,CEO面临较高的解雇风险和职业顾虑。因此,采用历史财务业绩波动替换股票收益率波动。当公司36个月滚动计算的业绩波动大于等于行业四分位数值时,历史业绩变量 Per 取值为1,否则取值为0^[24]。

(3)增加职业经理人、首任经理人等特征指标。PAE et al.^[43]较早采用多指标表征CEO职业顾虑,认为首任CEO较继任CEO具有较低的职业顾虑。此外,公司更换经理人通常为寻求战略转变或者挽救业绩等。因此,相较于大股东指派经理人,职业经理人可观测能力信息相对有限且绩效期望更高^[31]。具体地,当经理人为非控股股东指派的职业经理人时,职业经理人变量 Pro 取值为1,否则取值为0。当经理人不是首任CEO时,首任经理人变量 Nfi 取值为1,否则取值为0。

(4)将年龄指标剥离,回应已有研究争议。在职业生涯理论下,年龄作为职业顾虑替代变量,对经理人投资决策中风险偏好的影响存在争议。一种观点认为,职业生涯理论下年龄对经理人决策的激励是线性的^[16],中国情境下同样存在年龄对高管的线性激励作用^[48]。另一种观点则认为,年龄对职业顾虑的表征是非线性的,与公司投资风险厌恶呈倒U形关系^[13],中国经验证据表明年龄作为职业顾虑指标与公司投资决策存在倒U形关系^[23]。因此,为减少年

龄指标选取对 CEO 职业顾虑测度准确性的干扰, 同时回应国内外研究中的争议, 本研究将经理人年龄变量 *Age* 作为主成分分析指标的对比组进行假设检验。

3.2.3 控制变量

本研究考虑了公司财务状况、内部治理环境、CEO 特征等因素的影响。具体地, 借鉴 BOUSTANI-FAR et al.^[12] 和 FUNG et al.^[9], 控制盈利能力、成长性、公司规模、资产负债率、现金流量、产权性质、公司年龄、董事会规模、独立性等公司层面因素以及教育背景、性别、股权激励等 CEO 异质性因素。变量定义见表 1。

3.3 模型设计

本研究构建模型 (1) 式检验 CEO 职业顾虑对公司对外直接投资进入决策的影响。

$$Prob(Ofd_{i,t} = 1) = \Phi\{\alpha_0 + \alpha_1 Car_{i,t} + \sum Con + Yfe + Ife + \varepsilon_{i,t}\} \quad (1)$$

其中, *Ofd_{i,t}* 为公司 *i* 在 *t* 年的对外直接投资进入决策; *Car* 为 CEO 职业顾虑, α_1 为相应的回归系数; α_0 为常

数项, $\sum Con$ 为控制变量; 控制年份固定效应 *Yfe* 和行业固定效应 *Ife*, *Prob* 和 Φ 对应 Probit 模型估计符号。若高职业顾虑经理人倾向远涉重洋, 则系数 α_1 显著为正; 若高职业顾虑经理人更愿意安土重迁, 则系数 α_1 显著为负。鉴于被解释变量为虚拟变量, 采用 Probit 模型进行估计。

为检验 CEO 职业顾虑对公司对外直接投资规模决定的影响, 构建 (2) 式检验模型。

$$Twopm(Ofi_{i,t}^*) = \beta_0 + \beta_1 Car_{i,t} + \sum Con + Yfe + Ife + \varepsilon_{i,t} \quad (2)$$

其中, *Ofi_{i,t}^{*}* 分别对应对外直接投资程度 *Off* 与广度 *Ofc*, β_1 为 CEO 职业顾虑系数, β_0 为常数项, *Twopm* 为对应两阶段模型估计符号, 其余与 (1) 式一致。如果职业顾虑较高经理人倾向远涉重洋, 系数 β_1 显著为正; 若倾向安土重迁, β_1 显著为负。在检验公司对外直接程度及广度时涉及两阶段, 采用 BELOTTI et al.^[49] 开发的两步模型进行回归检验。被解释变量为非负整数, 类似混合随机变量, 包含是否对外直接投

表 1 变量定义

Table 1 Definitions of Variables

变量类别	变量名称	变量符号	变量说明
被解释变量	对外直接投资的进入决策	<i>Ofd</i>	公司拥有最终控制权大于10%的海外关联公司时, 取值为1, 否则取值为0
	对外直接投资程度	<i>Off</i>	国内公司对外直接投资的海外关联公司总数, 属于对外直接投资的规模决定
	对外直接投资广度	<i>Ofc</i>	国内公司对外直接投资国家总数, 属于对外直接投资的规模决定
解释变量	CEO职业顾虑	<i>Car</i>	采用主成分分析法, 从外部继任、新任CEO、两职合一、薪酬业绩敏感性、公司治理水平、历史业绩、职业经理人、首任经理人等任职特征中萃取第一主成分得分, 得到CEO职业顾虑水平
控制变量	资产收益率	<i>Roa</i>	净利润除以资产总额
	公司成长性	<i>Gro</i>	营业收入增长速率
	公司规模	<i>Siz</i>	资产总额的自然对数
	资产负债率	<i>Lev</i>	负债总额除以资产总额
	经营现金流量	<i>Cfl</i>	经营性现金流量数额除以资产总额
	产权性质	<i>Soe</i>	公司为国有上市公司取值为1, 否则取值为0
	公司成立年限	<i>Fyr</i>	公司成立至今总年数
	董事会规模	<i>Brd</i>	董事会人数的自然对数
	董事会独立性	<i>Ind</i>	董事会中独立董事人数除以董事会人数
	教育背景	<i>Edu</i>	CEO获得最高学历, 中专及以下取值为1, 大专取值为2, 本科取值为3, 硕士研究生取值为4, 博士研究生取值为5
性别	<i>Gen</i>	虚拟变量, 若CEO为女性取值为1, 否则取值为0	
股权激励	<i>Stk</i>	CEO年末持股数量加1后取自然对数	

资的进入决策以及开展对外直接投资程度、广度等规模决定,故采用 Probit-Poisson 两步模型进行检验。为刻画 CEO 职业顾虑对公司对外直接投资两步决策的综合影响,展示变量的平均边际效应。

4 实证结果和分析

4.1 描述性统计

表 2 给出主要变量的描述性统计结果。平均来看,样本中有 40.5% 的公司进行对外直接投资,说明公司对外直接投资行为相对普遍。对外直接投资程度与广度变量均值分别为 1.527 和 0.904,标准差分别为 4.550 和 1.846,说明公司对外直接投资具有多元化的特征。

4.2 相关性分析

表 3 的下、上三角阵分别展示 Pearson 和 Spearman 相关系数检验结果。公司对外直接投资的三个变量与 CEO 职业顾虑变量的 Pearson 相关系数分别为 -0.097、-0.016 和 -0.059, Spearman 相关系数分别为 -0.093、-0.088 和 -0.093,且均在 1% 的水平上显著为负。从整体看,各变量间相关系数均小于 0.600,排除多重共线性对本研究实证结果的影响。

4.3 主回归分析

表 4 为 CEO 职业顾虑影响对外直接投资进入决策的检验结果。*Car* 的边际效应为 -0.009 且显著,表明 CEO 职业顾虑较高公司不愿意实施对外直接投

资决策。鉴于主成分分析法指标选取存在潜在主观性,参考 BAGINSKI et al.^[13] 和 韵江等^[50] 的研究,采用主成分分析法分析前三因子之和作为职业顾虑替代变量 *Cca* 进行对比分析。此外,进行 CEO 任期 *Ter*、年龄等传统职业顾虑指标检验^[10]。*Cca* 和 *Ter* 边际效应分别为 -0.011 和 0.005,均在 1% 水平上显著,与 *Car* 回归结果无实质差别;*Age* 边际效应只在考虑二次项后显著,初步验证倒 U 形关系。利用 LIND et al.^[51] 开发的 U 型关系检验法,进一步确定 CEO 年龄与对外直接投资进入决策关系。结果显示,极值点 55.891 落在 CEO 年龄 [25, 77] 取值范围内, Slope 参数区间为 [-0.013, 0.009],包含负值,且 *p* 值为 0.098,说明 CEO 年龄与对外直接投资呈倒 U 形关系,即临近退休或者年轻经理人所在公司表现出较强的安土重迁倾向,验证了年龄表征职业顾虑对经理人道德风险行为的非线性影响关系^[13,23]。这说明中国经理人市场实践更为复杂,完备经理人市场的职业生涯理论不能完全解释职业顾虑对中国经理人行为的影响机理。综上,表 4 的结果支持了安逸生活假说。

表 5 给出 CEO 职业顾虑对公司规模决定的边际效应。与表 4 结果相似,对于对外直接投资广度和深度的结果中, *Car* 和 *Cca* 边际效应均显著为负, *Ter* 边际效应均显著为正,而 *Age* 边际效应均呈现 U 形关系。但由于 LIND et al.^[51] 开发方法尚不适用两步模型检验,故仅在表 4 中汇报基于经理人年龄的 Probit 模型

表 2 描述性统计

Table 2 Descriptive Statistics

变量	$\frac{1}{4}$ 分位数	中位数	$\frac{3}{4}$ 分位数	均值	标准差	观测值
<i>Ofd</i>	0	0	1.000	0.405	0.491	27 909
<i>Off</i>	0	0	1.000	1.527	4.550	27 909
<i>Ofc</i>	0	0	1.000	0.904	1.846	27 909
<i>Car</i>	-0.996	0.099	1.040	0	1.362	27 909
<i>Roa</i>	0.015	0.040	0.070	0.039	0.071	27 909
<i>Gro</i>	-0.018	0.116	0.280	0.181	0.448	27 909
<i>Siz</i>	20.970	21.720	22.590	21.880	1.284	27 909
<i>Lev</i>	0.254	0.415	0.584	0.427	0.220	27 909
<i>Cfl</i>	0.007	0.047	0.090	0.047	0.075	27 909
<i>Soe</i>	0	0	1.000	0.362	0.481	27 909
<i>Fyr</i>	12.000	16.000	20.000	15.800	5.902	27 909
<i>Brd</i>	1.946	2.197	2.197	2.179	0.238	27 909
<i>Ind</i>	0.333	0.333	0.429	0.372	0.054	27 909
<i>Edu</i>	3.000	3.000	4.000	3.366	0.874	27 909
<i>Gen</i>	0	0	0	0.062	0.241	27 909
<i>Stk</i>	0	9.220	15.970	7.906	7.853	27 909

表3 相关性检验
Table 3 Correlation Tests

变量	<i>Ofd</i>	<i>Off</i>	<i>Ofc</i>	<i>Car</i>	<i>Roa</i>	<i>Gro</i>	<i>Siz</i>	<i>Lev</i>
<i>Ofd</i>	1.000	0.960***	0.964***	-0.093***	0.023***	0.025***	0.276***	0.026***
<i>Off</i>	0.407***	1.000	0.989***	-0.088***	0.017**	0.027***	0.320***	0.052***
<i>Ofc</i>	0.594***	0.751***	1.000	-0.093***	0.020***	0.026***	0.311***	0.046***
<i>Car</i>	-0.097***	-0.016**	-0.059***	1.000	-0.228***	-0.095***	0.224***	0.294***
<i>Roa</i>	0.011	-0.012*	0.011	-0.166***	1.000	0.314***	-0.093***	-0.438***
<i>Gro</i>	0.002	0.018**	0.012*	-0.007	0.216***	1.000	0.033***	-0.005
<i>Siz</i>	0.280***	0.302***	0.317***	0.210***	-0.011	0.039***	1.000	0.423***
<i>Lev</i>	0.015*	0.091***	0.070***	0.292***	-0.389***	0.019**	0.377***	1.000
<i>Cfl</i>	0.030***	0.020**	0.034***	-0.040***	0.346***	0.024***	0.043***	-0.150***
<i>Soe</i>	-0.138***	-0.042***	-0.078***	0.436***	-0.098***	-0.046***	0.296***	0.280***
<i>Fyr</i>	0.119***	0.121***	0.115***	0.164***	-0.091***	-0.066***	0.227***	0.125***
<i>Brd</i>	-0.040***	-0.01	-0.009	0.158***	-0.076***	-0.020**	0.153***	0.171***
<i>Ind</i>	0.071***	0.040***	0.060***	-0.086***	-0.014*	0.001	0.024***	-0.024***
<i>Edu</i>	0.067***	0.052***	0.067***	0.119***	-0.014*	0.007	0.127***	0.040***
<i>Gen</i>	-0.006	-0.006	-0.004	-0.016**	0.015*	0.002	-0.035***	-0.023***
<i>Stk</i>	0.169***	0.084***	0.131***	-0.519***	0.157***	0.031***	-0.081***	-0.259***
变量	<i>Cfl</i>	<i>Soe</i>	<i>Fyr</i>	<i>Brd</i>	<i>Ind</i>	<i>Edu</i>	<i>Gen</i>	<i>Stk</i>
<i>Ofd</i>	0.026***	-0.138***	0.119***	-0.035***	0.067***	0.066***	-0.006	0.171***
<i>Off</i>	0.031***	-0.137***	0.138***	-0.032***	0.072***	0.076***	-0.003	0.175***
<i>Ofc</i>	0.032***	-0.136***	0.129***	-0.030***	0.071***	0.075***	-0.004	0.177***
<i>Car</i>	-0.044***	0.437***	0.170***	0.164***	-0.082***	0.109***	-0.019**	-0.548***
<i>Roa</i>	0.399***	-0.184***	-0.115***	-0.109***	-0.004	-0.024***	0.019**	0.225***
<i>Gro</i>	0.061***	-0.073***	-0.148***	-0.038***	0	0.006	-0.007	0.110***
<i>Siz</i>	0.045***	0.283***	0.250***	0.140***	-0.003	0.113***	-0.035***	-0.091***
<i>Lev</i>	-0.148***	0.295***	0.119***	0.165***	-0.031***	0.042***	-0.024***	-0.262***
<i>Cfl</i>	1.000	0.014*	-0.001	-0.016**	-0.016**	-0.014*	0.015*	0.028***
<i>Soe</i>	0.015*	1.000	0.054***	0.229***	-0.103***	0.119***	-0.068***	-0.438***
<i>Fyr</i>	-0.002	0.054***	1.000	0.021***	0.035***	0.048***	0.026***	-0.052***
<i>Brd</i>	-0.012*	0.229***	0.037***	1.000	-0.227***	0.045***	-0.060***	-0.176***
<i>Ind</i>	-0.017**	-0.100***	0.036***	-0.214***	1.000	0.006	0.040***	0.084***
<i>Edu</i>	-0.018**	0.129***	0.045***	0.046***	0.001	1.000	-0.017**	-0.055***
<i>Gen</i>	0.011	-0.068***	0.026***	-0.063***	0.043***	-0.019**	1.000	0.012
<i>Stk</i>	0.031***	-0.420***	-0.051***	-0.164***	0.073***	-0.065***	0.013*	1.000

注: ***为在1%水平上显著, **为在5%水平上显著, *为在10%水平上显著, 下同。

表4 CEO职业顾虑与公司对外直接投资进入决策
Table 4 CEO Career Concerns and Corporate OFDI Entry Decisions

变量	<i>Ofd</i>			
	(1)	(2)	(3)	(4)
<i>Car</i>	-0.009*** (-3.888)			
<i>Cca</i>		-0.011*** (-4.693)		
<i>Ter</i>			0.005*** (5.342)	
<i>Age</i>				-0.008** (-1.988)
<i>Age · Age</i>				0* (1.760)
控制变量	控制	控制	控制	控制
<i>Ife/Yfe</i>	控制	控制	控制	控制
观测值	27 907	27 907	27 907	27 905
R^2_p	0.181	0.181	0.181	0.181

表5 CEO职业顾虑与公司对外直接投资规模决定
Table 5 CEO Career Concerns and Corporate OFDI Size Decision

变量	<i>Off</i>				<i>Ofc</i>			
	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)	(7)	(8)
<i>Car</i>	-0.033*** (-3.387)				-0.030*** (-4.394)			
<i>Cca</i>		-0.045*** (-4.626)				-0.033*** (-4.807)		
<i>Ter</i>			0.030*** (8.466)				0.018*** (7.046)	
<i>Age</i>				0.094*** (5.603)				0.025** (2.151)
<i>Age · Age</i>				-0.001*** (-5.939)				0** (-2.346)
控制变量	控制	控制	控制	控制	控制	控制	控制	控制
<i>Ife/Yfe</i>	控制	控制	控制	控制	控制	控制	控制	控制
观测值	27 907	27 907	27 907	27 905	27 907	27 907	27 907	27 905
R^2_p	0.181	0.181	0.181	0.181	0.181	0.181	0.181	0.181

非线性关系检验结果。综上所述,CEO职业顾虑抑制了公司对外直接投资的广度与深度,即在中国的经理人市场中,CEO职业顾虑降低了公司对外直接投资的规模决定。综合表4和表5结果可知,安逸生活理论比职业生涯理论更有利于解释不完备经理人

市场下公司对外直接投资的代理问题。此外,结合主成分分析的三因子指标、任期和年龄等回归结果,说明本研究基于任职特征的解释变量测度方法与CEO职业顾虑内涵相一致,从变量测度的视角回应了职业生涯理论下CEO职业顾虑对公司对外直接投

资模式影响研究的争议^[16,19]。

4.4 稳健性检验

4.4.1 Heckman 模型检验

为解决对外直接投资数据观测所导致的样本选择性偏误问题, 基于 (1) 式和 (2) 式, 进行 Heckman 两阶段模型的内生性检验, 结果如表 6 所示。在第一阶段模型, 采用上一期公司所在行业 CEO 职业顾虑均

表 6 Heckman 两阶段模型检验

Table 6 Tests of Heckman Two-stage Model

变量	第一阶段: <i>Ofd</i> (1)	第二阶段: <i>Off</i> (2)	第二阶段: <i>Ofc</i> (3)
<i>Car</i>		-0.098* (-1.658)	-0.056*** (-2.644)
<i>Civ</i>	-0.554*** (-26.014)		
<i>Lam</i>		4.242*** (5.696)	1.148*** (4.319)
控制变量	控制	控制	控制
<i>Ife/Yfe</i>	控制	控制	控制
观测值	21 163	21 163	21 163
<i>Rho</i>		0.609	0.483

表 7 倾向得分匹配法检验

Table 7 Tests of Propensity Score Matching

变量	<i>Ofd</i> (1)	<i>Off</i> (2)	<i>Ofc</i> (3)
<i>Car</i>	-0.011** (-2.374)	-0.171*** (-8.911)	-0.066*** (-4.947)
控制变量	控制	控制	控制
<i>Ife/Yfe</i>	控制	控制	控制
样本观测值	8 731	8 731	8 731
R^2_p	0.202	0.203	0.203

值作为工具变量 *Civ*, 进行公司是否对外直接投资回归估计; 第二阶段检验 CEO 职业顾虑对公司对外直接投资规模决定的影响。第一阶段中工具变量显著抑制公司对外直接投资的进入决策, 第二阶段中样本选择偏误系数 *Lam* 显著为正, 而 *Car* 系数显著为负。这说明在考虑样本选择偏误后本研究结论依旧成立, 排除相关内生性影响。

4.4.2 倾向得分匹配法检验

为排除遗漏变量对本研究实证结果的影响, 进行倾向得分匹配样本检验。基于 (1) 式和 (2) 式的控制变量, 采用 1:1 最近邻匹配, 按照 CEO 职业顾虑与行业均值差异分组匹配样本, 最终获得 8 731 个观测值。表 7 给出倾向得分匹配的稳健性检验结果。*Car* 边际效应均显著为负, 与前文回归结果无实质性变化, 排除遗漏变量等内生性问题影响。

4.4.3 产权性质异质性检验

国有与非国有公司对外直接投资动机以及公司治理效率的异质性会导致 CEO 职业顾虑与对外直接投资关系的组间差异。故基于 (1) 式和 (2) 式, 进行产权性质的分组回归, 结果如表 8 所示。除对外直接投资进入决策以外, 其他两组结果中 CEO 职业顾虑的边际效应均显著为负。对 *Ofd* 进行 *Soe* 的调节效应检验发现, 交乘项系数为 -0.023 且 *p* 值为 0.140, 限于篇幅, 未列示全部回归结果。这说明 CEO 职业顾虑对跨国投资进入决策的影响在国有与非国有公司中无显著差异。以上结果证实, 本研究结论适用于国有与非国有公司, 表现出较强的稳健性。尽管两类公司中 CEO 职业顾虑与对外直接投资关系无统计性差异, 但二者在对外直接投资动机方面存在较大差异, 所以在进一步分析中探究二者作用机制的潜在差异性。

4.4.4 CEO 职业顾虑指标稳健性检验

表 9 给出基于 (1) 式和 (2) 式的 CEO 职业顾虑的任职特征指标对公司对外直接投资的影响结果。其中, 大部分指标与对外直接投资呈现负相关关系, 这表明各项任职特征对公司对外直接投资的影响作用与 *Car* 无明显差异, 说明本研究实证结果在考虑解释

表 8 考虑产权性质的分组检验

Table 8 Grouping Test Considering the Nature of Property Rights

变量	<i>Ofd</i>		<i>Off</i>		<i>Ofc</i>	
	<i>Soe</i> = 1 (1)	<i>Soe</i> = 0 (2)	<i>Soe</i> = 1 (3)	<i>Soe</i> = 0 (4)	<i>Soe</i> = 1 (5)	<i>Soe</i> = 0 (6)
<i>Car</i>	-0.001 (-0.185)	-0.014*** (-4.591)	-0.041** (-2.397)	-0.028** (-2.354)	-0.049*** (-4.200)	-0.026*** (-3.044)
控制变量	控制	控制	控制	控制	控制	控制
<i>Ife/Yfe</i>	控制	控制	控制	控制	控制	控制
观测值	10 057	17 799	10 080	17 799	10 080	17 799
R^2_p	0.200	0.178	0.200	0.178	0.200	0.178

变量测量指标后依然稳健。

4.4.5 基于可观测能力信息操纵的稳健性检验

经理人过度关注可观测能力信息是 CEO 职业顾虑测度与基于安逸生活开展理论分析的基本前提。经理人在释放可观测能力信息时, 会策略地使用投资决策与盈余信息^[18]。借鉴程新生等^[52]的研究, 将盈余管理视为被解释变量进行检验, 与对外直接投资结果进行比较。具体地, 分别采用修正 Jones 模型^[53]和 ROYCHOWDHURY^[54]开发模型测度应计盈余管理 *Aem* 和真实盈余管理 *Rem*, 对应 (1) 式中被解释变量。以绝对值反映盈余管理程度, 故采用 Tobit 模型回归。进一步, 结合对外直接投资进入决策变量进行分组检验, 探究 CEO 职业顾虑影响下跨国投资决策与财务信息操纵的权衡策略。

表 10 给出 CEO 职业顾虑影响盈余管理的回归结果。在全样本中, *Car* 显著促进 *Aem*, 但未影响 *Rem*。这意味着不完备经理人市场下, 受职业顾虑影响经理人更愿意追求安逸生活, 利用应计盈余管理进行信息操纵, 但不会利用损害实际经营业务的真实盈余管理操纵可观测能力信息。根据 *Ofd* 分组检验发现, 未对外直接投资公司的回归结果与全样本结果一致; 在对外直接投资公司中, *Car* 提高了 *Aem* 和 *Rem*, 这说明对外直接投资加重职业顾虑较高经理人的业绩考评压力, 仅采用应计盈余操纵不能有效降低跨国投资风险与利益相关者对其能力评价的过度关注, 需结合真实盈余管理操纵业绩信息。上述结果为本研究核心变量计量与理论推演提供了支撑。

4.4.6 增量视角下对外直接投资进入决策稳健性检验

前文基于存量视角刻画对外直接投资进入决策, 故从增量视角进行稳健性检验。当公司未进行对外直接投资时, 对外直接投资进入决策替代变量 *Odi* 取值为 0, 减少对外直接投资程度取值为 1, 维持程度不变取值为 2, 提高投资程度取值为 3。*Odi* 是有序变量, 故根据 (1) 式采用有序 Probit 模型回归。鉴于 *Odi* 包含对外直接投资进入决策以及规模决定两阶段数据的变化增量, 重点关注 *Odi* 取值为 0 的边际效应, 即 CEO 职业顾虑变化 1 单位, 公司未进行对外直接投

资概率的变化情况, 表 11 为相应检验结果。当 *Car* 增加 1 单位, 公司不对外直接投资的概率上升 0.5%。*Cca*、*Ter* 和 *Age* 对应边际效应均与前文无实质差别, 说明在考虑对外直接投资增量特征后安逸生活假设依然成立。

4.4.7 考虑外生冲击的稳健性检验

基于 2008 年金融危机、2018 年中美贸易冲突等外生事件, 参考 ATHRERYE et al.^[55] 构建 (3) 式, 检验冲击发生前后主回归结果的稳健性。

$$Ofi_{i,t} = \chi_0 + \chi_1 Car_{i,t} + \chi_2 Rik_{i,t} + \chi_3 Car_{i,t} \cdot Rik_{i,t} + \sum Con + Ife + \varepsilon_{i,t} \quad (3)$$

其中, *Ofi_{i,t}* 为 *i* 公司在 *t* 期的对外直接投资的进入决策、程度与广度; *Rik_{i,t}* 分别对应金融危机 *Pof* 和中美贸易冲突 *Pop* 虚拟变量, 当事件发生后变量取值为 1, 否则取值为 0; χ_0 为常数项, χ_1 对应 CEO 职业顾虑的回归系数, χ_2 对应外生冲击的回归系数, χ_3 为冲击与 CEO 职业顾虑的交互效应; 控制行业固定效应; 其他设置与前文保持一致。为减少两个事件之间的干扰, 分别采用 2003 年至 2017 年以及 2010 年至 2020 年数据进行检验。表 12 给出汇报冲击前后 CEO 职业顾虑对公司对外直接投资的边际效应。结果显示, 金融危机和中美贸易冲突爆发后 *Car* 边际效应总体大于爆发之前水平, 说明金融与政治的不确定性提升了高职业顾虑经理人安土重迁倾向。

4.5 进一步分析

4.5.1 作用机制检验

(1) 风险承担机制检验

风险承担水平是职业顾虑诱导经理人道德风险行为的关键作用机制^[17]。公司较高的风险承担水平, 有利于缓解对外直接投资决策给职业顾虑较高经理人带来的业绩压力。根据江艇^[47]对因果识别问题作用机制和作用渠道的区分, 本研究构建调节效应模型 (4) 式进行风险承担能力的作用机制检验。

$$Ofi_{i,t} = \nu_0 + \nu_1 Car_{i,t} + \nu_2 Vol_{i,t} + \nu_3 Car_{i,t} \cdot Vol_{i,t} + \sum Con + Yfe + Ife + \varepsilon_{i,t} \quad (4)$$

其中, *Vol* 为风险承担变量; ν_0 为常数项, ν_1 对应 CEO

表 10 CEO 职业顾虑与公司盈余管理
Table 10 CEO Career Concerns and Corporate Earnings Management

变量	全样本		<i>Ofd</i> = 1		<i>Ofd</i> = 0	
	<i>Aem</i> (1)	<i>Rem</i> (2)	<i>Aem</i> (3)	<i>Rem</i> (4)	<i>Aem</i> (5)	<i>Rem</i> (6)
<i>Car</i>	0.002*** (4.103)	0.001 (1.565)	0.001** (2.235)	0.002* (1.807)	0.002*** (3.287)	0 (0.131)
控制变量	控制	控制	控制	控制	控制	控制
<i>Ife/Yfe</i>	控制	控制	控制	控制	控制	控制
观测值	24 346	22 142	10 251	9 410	14 095	12 732
<i>R</i> ² _{<i>p</i>}	-0.055	-0.172	-0.059	-0.168	-0.060	-0.190

表 11 CEO 职业顾虑与公司对外直接投资进入决策变动
Table 11 CEO Career Concerns and the Change of Corporate OFDI Entry Decisions

变量	<i>Car</i> (1)	<i>Cca</i> (2)	<i>Ter</i> (3)	<i>Age</i> (4)
<i>Odi</i> = 0	0.005** (2.146)	0.007*** (3.039)	-0.006*** (-6.738)	0.008** (2.286)
<i>Odi</i> = 1	-0.001** (-2.145)	-0.001*** (-3.035)	0.001*** (6.678)	-0.002** (-2.285)
<i>Odi</i> = 2	-0.003** (-2.146)	-0.004*** (-3.038)	0.004*** (6.733)	-0.005** (-2.286)
<i>Odi</i> = 3	-0.001** (-2.141)	-0.001*** (-3.025)	0.001*** (6.620)	-0.001** (-2.281)
				<i>Age</i> 平方项
<i>Odi</i> = 0				0** (-2.154)
<i>Odi</i> = 1				0** (2.153)
<i>Odi</i> = 2				0** (2.154)
<i>Odi</i> = 3				0** (2.150)
控制变量	控制	控制	控制	控制
<i>Ife/Yfe</i>	控制	控制	控制	控制
观测值	27 865	27 865	27 865	27 863
R^2_p	0.106	0.106	0.106	0.106

表 12 外生冲击的稳健性检验
Table 12 Robustness Tests of Exogenous Shocks

变量	<i>Ofd</i> (1)	<i>Off</i> (2)	<i>Ofc</i> (3)	<i>Ofd</i> (4)	<i>Off</i> (5)	<i>Ofc</i> (6)
<i>Pof</i> = 0	0 (-0.018)	-0.148*** (-4.717)	-0.043** (-2.121)			
<i>Pof</i> = 1	-0.010*** (-3.273)	-0.045*** (-4.331)	-0.034*** (-4.436)			
<i>Pop</i> = 0				-0.009*** (-3.023)	-0.060*** (-4.914)	-0.035*** (-3.975)
<i>Pop</i> = 1				-0.020*** (-4.223)	-0.001 (-0.030)	-0.039*** (-2.743)
控制变量	控制	控制	控制	控制	控制	控制
<i>Ife</i>	控制	控制	控制	控制	控制	控制
观测值	19 940	19 940	19 940	22 965	22 965	22 965
R^2_p	0.165	0.165	0.165	0.152	0.152	0.152

职业顾虑的回归系数, v_2 对应外生冲击的回归系数, v_3 为交乘项的回归系数; 进一步分析中增加 CEO 任期和年龄等控制变量; 在国有与非国有公司分组检

验中去掉产权性质变量; 其余设置与 (1) 式和 (2) 式一致。利用公司股票回报率在过去 36 个月内波动性测量公司风险承担^[13], 为减少交乘项检验的多重共

线性问题, 设置风险承担虚拟变量 *Vol*。当风险承担水平大于行业中位数, *Vol* 取值为 1, 否则取值为 0。

表 13 给出风险承担作用机制的检验结果。在前 3 列全样本中, 高风险承担能力组中, CEO 职业顾虑对公司安土重迁的影响不显著, 但低风险承担组中 CEO 职业顾虑对对外直接投资的抑制作用依然显著。说明当公司风险承担能力较高时, 能够缓解职业顾虑所带来的安土重迁倾向。根据表 13 的 (4) 列 ~ (6) 列, 国有公司中的结果与全样本结果基本保持一致, 表明较高风险容忍度有利于降低职业顾虑对国有公司经理人不勤勉行为的诱导作用。在非国有公司中, 风险承担的改善仅缓解了 CEO 职业顾虑对公司对外直接投资程度的抑制作用, 这说明相比之下国有公司风险承担能力的改善更有利于缓解经理人的职业顾虑。为确保组间差异检验具有统计意义, 基于 (4) 式进行产权性质的三项交乘检验, 系数均在 5% 水平上显著为正, 限于篇幅, 未列示回归结果。需要说明的是, 国有与非国有公司样本数量存在差

异化变动, 因为在分组检验中剔除了某年某行业国有或非国有公司 *Ofd* 仅有单一取值的情况, 此外风险承担等变量计算有数据损失。综上, 从风险承担机制支持了 CEO 职业顾虑影响对外直接投资的安逸生活假说。

(2) 能力评价机制检验

从公司规模可见性和薪酬差距反映利益相关者对经理人的即期能力关注度和历史能力评价, 进行 CEO 职业顾虑影响对外直接投资的能力评价机制检验。根据利益相关者理论可知, 规模越大可见性越高, 利益相关者对公司的关注度越高, 迫使经理人做出更为积极的响应^[56]。公司规模可见性增强了利益相关者对经理人即期能力关注, 从而加重经理人职业顾虑的感知。因此, 基于 (4) 式进行即期能力关注的调节效应检验, 其中调节变量变为公司规模虚拟变量 *Sid*。当公司规模大于行业均值时, *Sid* 取值为 1, 否则取值为 0。

表 14 给出基于公司规模利益相关者对经理人

表 13 风险承担的作用机制检验
Table 13 The Mechanism Tests of Risk Taking

变量	全样本			<i>Soe</i> = 1			<i>Soe</i> = 0		
	<i>Ofd</i> (1)	<i>Off</i> (2)	<i>Ofc</i> (3)	<i>Ofd</i> (4)	<i>Off</i> (5)	<i>Ofc</i> (6)	<i>Ofd</i> (7)	<i>Off</i> (8)	<i>Ofc</i> (9)
<i>Vol</i> = 0	-0.017*** (-5.495)	-0.058*** (-4.493)	-0.055*** (-5.982)	-0.006 (-1.216)	-0.021*** (-4.969)	-0.095*** (-4.266)	-0.018 (-1.063)	-0.095*** (-6.244)	-0.034*** (-2.800)
<i>Vol</i> = 1	-0.002 (-0.657)	-0.015 (-1.196)	-0.007 (-0.760)	0.008 (1.323)	-0.007* (-1.869)	0.031 (1.214)	-0.034** (-2.175)	0.020 (1.190)	-0.020* (-1.752)
控制变量	控制	控制	控制	控制	控制	控制	控制	控制	控制
<i>Ife/Yfe</i>	控制	控制	控制	控制	控制	控制	控制	控制	控制
观测值	26 853	26 853	26 853	9 936	16 870	9 936	16 870	9 956	16 870
<i>R</i> ² _{<i>p</i>}	0.184	0.184	0.184	0.202	0.178	0.202	0.178	0.203	0.178

表 14 公司规模下的即期能力关注的作用机制检验
Table 14 The Mechanism Tests of Immediate Ability Concerns based on Corporate Size

变量	全样本			<i>Soe</i> = 1			<i>Soe</i> = 0		
	<i>Ofd</i> (1)	<i>Off</i> (2)	<i>Ofc</i> (3)	<i>Ofd</i> (4)	<i>Off</i> (5)	<i>Ofc</i> (6)	<i>Ofd</i> (7)	<i>Off</i> (8)	<i>Ofc</i> (9)
<i>Sid</i> = 0	0.001 (0.273)	0.048*** (3.173)	0.016 (1.569)	0.032*** (4.556)	0.210*** (4.414)	0.082*** (3.157)	-0.012*** (-3.201)	0.009 (0.477)	-0.011 (-0.911)
<i>Sid</i> = 1	-0.021*** (-5.867)	-0.078*** (-5.733)	-0.060*** (-6.101)	-0.015*** (-2.876)	-0.086*** (-4.122)	-0.082*** (-5.650)	-0.018*** (-3.590)	-0.027 (-1.500)	-0.032** (-2.505)
控制变量	控制	控制	控制						
<i>Ife/Yfe</i>	控制	控制	控制						
观测值	27 905	27 905	27 905	10 057	10 080	10 080	17 797	17 797	17 797
<i>R</i> ² _{<i>p</i>}	0.183	0.183	0.183	0.203	0.179	0.204	0.179	0.204	0.179

表 15 薪酬差距下的历史能力评价机制检验
Table 15 The Mechanism Tests of Historical Ability Assessment based on Pay Gap

变量	全样本			Soe = 1			Soe = 0		
	<i>Ofd</i> (1)	<i>Off</i> (2)	<i>Ofc</i> (3)	<i>Ofd</i> (4)	<i>Off</i> (5)	<i>Ofc</i> (6)	<i>Ofd</i> (7)	<i>Off</i> (8)	<i>Ofc</i> (9)
<i>Wad</i> = 0	-0.008*** (-2.701)	-0.005 (-0.388)	-0.012 (-1.326)	-0.011** (-2.031)	-0.038 (-1.588)	-0.062*** (-3.991)	-0.011*** (-2.657)	-0.004 (-0.260)	-0.006 (-0.490)
<i>Wad</i> = 1	-0.007** (-2.045)	-0.035** (-2.564)	-0.031*** (-3.164)	0.019*** (3.173)	0.007 (0.265)	-0.006 (-0.330)	-0.018*** (-4.189)	-0.024 (-1.332)	-0.046*** (-3.498)
控制变量	控制	控制	控制	控制	控制	控制	控制	控制	控制
<i>Ife/Yfe</i>	控制	控制	控制	控制	控制	控制	控制	控制	控制
样本观测值	27 905	27 905	27 905	10 057	10 080	10 080	17 797	17 797	17 797
R^2_p	0.182	0.182	0.182	0.202	0.179	0.203	0.179	0.203	0.179

即期能力关注机制的检验结果。在全样本中,规模较高公司CEO职业顾虑与对外直接投资的边际效应均显著为负,而规模较低公司不存在安土重迁的现象。这说明利益相关者对经理人即期能力关注是CEO职业顾虑影响对外直接投资的重要机制。在表14的(4)列~(6)列中,较大规模国有公司CEO职业顾虑容易引发安土重迁,而在可见性较低国有公司表现出远涉重洋倾向。根据(7)列~(9)列,在规模较大非国有公司中职业顾虑容易导致经理人安土重迁,规模较小公司中边际效应不显著。综上,即期能力关注机制支持了CEO职业顾虑影响对外直接投资的安逸生活假说。

薪酬不仅具有经济报酬属性,还集中反映公司对经理人过去能力的评价^[57]。高水平薪酬往往意味着公司对经理人过去能力的认可,影响经理人对职业顾虑的感知与反应。所以,参考(4)式进行基于经理人薪酬差距的历史能力评价机制检验。其中,当CEO与董监高前3名平均薪酬差距小于行业平均水平时,令薪酬差距变量*Wad*取值为1,否则取值为0^[58]。表15给出基于薪酬差距的历史能力评价机制检验结果。根据(1)列~(3)列全样本结果可知,薪酬差距较低公司CEO职业顾虑边际效应均在1%的水平上显著为负。这说明薪酬差距较低时,CEO职业顾虑对公司对外直接投资的抑制作用更明显,即当经理人获得基于薪酬差距的历史能力评价水平较低时,加重了职业顾虑下的安土重迁倾向。根据(4)列~(6)列,CEO职业顾虑对薪酬差距较低国有公司对外直接投资无显著负向影响,反而薪酬差距较高国有公司经理人面对职业顾虑更容易表现出安土重迁。国企薪酬改革对经理人薪酬上限、与职工薪酬差距倍数等限制表明,国企薪酬具有较高可见性,较大薪酬差距意味较高的即期能力关注。相反,由(7)列~(9)列可知,在薪酬差距较小的非国有公司中,较高CEO职业顾虑不利于对外直接投资,而薪酬差距较高经

理人在作出对外直接投资规模决定时较少受到职业顾虑的影响,验证以薪酬差距为基础的历史能力评价机制。表15结果表明,CEO职业顾虑影响对外直接投资的能力评价机制。具体地,在以业绩为基础的经理人能力考评机制下,非国有公司薪酬反映经理人历史能力评价结果,国有公司薪酬差距反映即期能力关注。

4.5.2 对外直接投资市场寻求动机的异质性影响

中国公司可能出于以规模经济与范围经济导向的市场寻求、以战略资源获取导向的资源寻求、以劳动力成本导向的效率寻求等动机开展对外直接投资^[59]。其中,市场寻求动机涉及市场竞争,同CEO职业顾虑与跨国投资关系更为密切。如果可以将本土优势转向海外市场,解决公司国内过度竞争,有利于改善经理人能力评价,缓解职业顾虑;相反,海外市场风险会加大经理人短期业绩压力,提升职业顾虑。因此,从国家宏观政策、产业中观效率与公司微观成本等视角出发,结合中国公司跨国投资情境,选取“一带一路”倡议、产能过剩和汇率变动,进行对外直接投资市场寻求动机的异质性分析。

“一带一路”倡议实施从政策沟通、设施联通、贸易畅通、资金融通与民心相通扩展了沿线国家投资市场,具有对外投资促进效应^[41]。倡议实施可以降低沿线国家投资不确定性,缓解职业顾虑较高经理人的安土重迁。“一带一路”倡议实施效应主要依靠是否投资沿线国家、公司是否位于“一带一路”重点省份、公司所属行业是否享受政策利好等情境进行识别。投资沿线国家的识别策略与公司对外直接投资进入决策变量存在共线性问题,“一带一路”重点省份强调历史上的丝路文化烙印而非市场竞争。故利用产业基础观的识别策略检验市场寻求动机的异质性影响^[55]。借鉴徐思等^[60]的研究,基于同花顺“一带一路”概念股确定实验组,构建“一带一路”倡议、CEO职业顾虑与对外直接投资双重差分模型

(5) 式。

$$Ofi_{i,t} = \omega_0 + \omega_1 Bri_{i,t} + \omega_2 Pos_{i,t} + \omega_3 Bri_{i,t} \cdot Pos_{i,t} + \omega_4 Car_{i,t} + \omega_5 Bri_{i,t} \cdot Car_{i,t} + \omega_6 Pos_{i,t} \cdot Car_{i,t} + \omega_7 Bri_{i,t} \cdot Pos_{i,t} \cdot Car_{i,t} + \sum Con + Yfe + Ife + \varepsilon_{i,t} \quad (5)$$

其中, $Bri_{i,t}$ 为政策实验组, 对应回归系数为 ω_2 , 公司属于建材水泥、工程施工、港口海运、机械装备、煤电油气等“一带一路”产业概念板块 $Bri_{i,t}$ 取值为 1, 否则取值为 0; $Pos_{i,t}$ 为时间效应, 2013 年以后取值为 1, 否则取值为 0, 对应回归系数为 ω_2 ; $Bri_{i,t} \cdot Pos_{i,t}$ 为倡议实施效应, 对应回归系数为 ω_3 ; ω_4 为 CEO 职业顾虑回归系数; ω_5 为 $Bri_{i,t} \cdot Car_{i,t}$ 交互效应的系数; ω_6 为 $Pos_{i,t} \cdot Car_{i,t}$ 交互效应的系数; $Bri_{i,t} \cdot Pos_{i,t} \cdot Car_{i,t}$ 为倡议实施与 CEO 职业顾虑的交互效应, 对应回归系数为 ω_7 ; 其他设计与 (4) 式一致。表 16 给出上述模型检验的平均边际效应。未受倡议实施影响公司中 CEO 职业顾虑显著抑制对外直接投资, 国有与非国有公司无实质性差异; 受倡议实施影响公司中上述抑制作

用被削弱, 尤其职业顾虑较高的国有公司经理人更愿远涉重洋。说明倡议实施降低了沿线国家投资风险, 缓解职业顾虑较高经理人对安逸生活的追求。

产能过剩会驱动中国公司海外寻求市场, 尤其体制内产能过剩^[61]。海外市场可以承接国内部分产能, 分担经理人国内激烈竞争与经营边际递减等压力, 改善能力评价。基于 (4) 式检验产能过剩下市场寻求动机影响。其中, 构建随机前沿面板模型, 借鉴李雪松等^[62]的研究, 以实际与前沿产能比值表征产能过剩程度。若产能利用率低于行业中位数, 产能过剩虚拟变量 Cur 取值为 1, 否则取值为 0。表 17 给出基于产能过剩的分组检验结果。其中, 全样本结果中不同产能过剩水平的异质性影响不明显。产能过剩的国有公司经理人显著偏好远涉重洋, 未产能过剩的国有公司经理人显著偏好安土重迁, 即体制内产能过剩下市场寻求动机能够缓解 CEO 职业顾虑对跨国投资的抑制作用; 相反, 非国有公司产能过剩加重了职业顾虑对经理人安土重迁影响, 未产能过剩非国有公司中 CEO 职业顾虑不显著影响对外直接投

表 16 市场寻求动机下“一带一路”倡议的影响

Table 16 The Impact of the Belt and Road Initiative under Market-seeking Motives

变量	全样本			Soe = 1			Soe = 0		
	Ofd (1)	Off (2)	Ofc (3)	Ofd (4)	Off (5)	Ofc (6)	Ofd (7)	Off (8)	Ofc (9)
$Bri \cdot Pos = 0$	-0.008*** (-3.063)	-0.042*** (-3.617)	-0.023*** (-2.928)	-0.004 (-0.877)	-0.113*** (-5.295)	-0.056*** (-4.082)	-0.014*** (-4.181)	-0.010 (-0.688)	-0.020** (-1.984)
$Bri \cdot Pos = 1$	-0.002 (-0.106)	0.226*** (3.139)	-0.001 (-0.010)	0.069*** (2.768)	0.520*** (4.396)	0.079 (0.892)	-0.012 (-0.442)	0.058 (0.428)	-0.025 (-0.192)
控制变量	控制	控制	控制	控制	控制	控制	控制	控制	控制
Ife/Yfe	控制	控制	控制	控制	控制	控制	控制	控制	控制
观测值	27 905	27 905	27 905	10 057	10 057	10 057	17 797	17 797	17 797
R^2_p	0.182	0.182	0.182	0.202	0.202	0.202	0.179	0.179	0.179

表 17 市场寻求动机下产能过剩的影响

Table 17 Impact of Overcapacity under Market-seeking Motives

变量	全样本			Soe = 1			Soe = 0		
	Ofd (1)	Off (2)	Ofc (3)	Ofd (4)	Off (5)	Ofc (6)	Ofd (7)	Off (8)	Ofc (9)
$Cur = 0$	-0.004 (-1.079)	-0.028** (-2.043)	-0.020** (-2.077)	-0.012** (-2.034)	-0.146*** (-5.861)	-0.110*** (-6.482)	-0.003 (-0.614)	0.026 (1.466)	0.008 (0.598)
$Cur = 1$	-0.014*** (-4.200)	-0.012 (-0.979)	-0.021** (-2.428)	0.011* (1.771)	0.138*** (5.716)	0.059*** (3.552)	-0.023*** (-5.678)	-0.041** (-2.534)	-0.045*** (-3.905)
控制变量	控制	控制	控制	控制	控制	控制	控制	控制	控制
Ife/Yfe	控制	控制	控制	控制	控制	控制	控制	控制	控制
观测值	27 905	27 905	27 905	10 057	10 057	10 057	17 797	17 797	17 797
R^2_p	0.187	0.187	0.187	0.208	0.208	0.208	0.182	0.182	0.182

表 18 市场寻求动机下汇率波动的影响
Table 18 Impact of Exchange Rate Fluctuations under Market-seeking Motives

变量	全样本			Soe = 1			Soe = 0		
	<i>Ofd</i> (1)	<i>Off</i> (2)	<i>Ofc</i> (3)	<i>Ofd</i> (4)	<i>Off</i> (5)	<i>Ofc</i> (6)	<i>Ofd</i> (7)	<i>Off</i> (8)	<i>Ofc</i> (9)
<i>Exc</i> = 1	-0.005** (-2.208)	-0.006 (-0.273)	-0.044** (-2.361)	0.005 (0.718)	-0.074 (-1.527)	-0.157*** (-4.127)	-0.009*** (-3.441)	0.044 (1.551)	-0.016 (-0.702)
<i>Exc</i> = 2	-0.001 (-0.406)	-0.067*** (-4.347)	-0.029** (-2.141)	-0.010* (-1.671)	-0.016 (-0.453)	-0.077** (-2.546)	-0.003 (-1.059)	-0.080*** (-4.208)	-0.030* (-1.799)
控制变量	控制	控制	控制	控制	控制	控制	控制	控制	控制
<i>Ife/Yfe</i>	控制	控制	控制	控制	控制	控制	控制	控制	控制
观测值	27 905	27 905	27 905	10 057	10 057	10 057	17 797	17 797	17 797
R^2 p	0.658	0.658	0.658	0.740	0.740	0.740	0.616	0.616	0.616

资,这说明竞争性产能过剩容易引发市场对经理人能力的质疑,不利于开展跨国投资,而承接体制性产能过剩有利于缓解高职业顾虑经理人降低跨国投资中的能力质疑。

汇率波动会提升跨国投资风险^[63],加大跨国投资经理人业绩压力与职业顾虑。但汇率波动下相对购买力的改变也会带来并购等跨国投资机会^[55],有利于职业顾虑较高经理人以较低成本兼并战略资源,快速进入海外市场。基于(4)式,进行汇率波动的市场寻求动机分析。其中,采用人民币对各国家地区月度名义汇率对数的变动值计算国家层面年度标准差^[64]。以人民币计价海外关联公司期末投资额作为权重,基于几何加权平均法计算海外投资公司所面临的汇率波动。当公司所面临汇率波动且波动水平高于行业中位数,虚拟变量 *Exc* 取值为 2,当公司面临汇率波动但波动水平低于行业中位数则取值为 1,公司未面临汇率波动则取值为 0。为减少互为因果,采用滞后一期数值。表 18 仅给出公司面临汇率波动时的边际效应结果。对于对外直接投资进入决策,全样本和非国有公司中高汇率波动组的 *Car* 边际效应不显著,低汇率波动组中 *Car* 边际效应显著为负。汇率波动能缓解非国有公司 CEO 职业顾虑对公司对外直接投资进入决策的抑制作用,说明对于未开展跨国投资的公司,较高汇率波动有利于高职业顾虑经理人快速进入海外市场,符合市场寻求动机。对于对外直接投资规模决定,在全样本中的非国有公司中,汇率波动较低组中 *Car* 边际效应总体不显著,汇率波动较高组中 *Car* 边际效应显著为负,说明汇率波动会增加已开展跨国投资公司的风险,不利于高职业顾虑经理人追加海外投资,但国有公司中并无上述发现。

4.5.3 经理人临近退休的职业生涯因素异质性影响

虽然安逸生活理论更合适解释不完备市场下 CEO 职业顾虑对公司对外直接投资的影响,但仍有

必要分析职业生涯理论对上述关系的影响。主回归分析中发现职业生涯理论下经理人对跨国投资的偏好存在争议:任期越长经理人越偏好远涉重洋,而年龄较长的经理人更愿意安土重迁。因此,探究临近退休时高职业顾虑经理人安土重迁偏好是否会发生反转。(4)式中调节变量变为 CEO 临近退休。具体地,借鉴 BAGINSKI et al.^[13]根据经理人是否超过 63 岁设置临近退休变量,结合样本期间内国内女性经理人法定退休年龄为 55 岁的实际情况,设置临近退休变量 *Ret*。当经理人临近 2 年内退休, *Ret* 取值为 1,否则取值为 0。同时设置临近 5 年退休虚拟变量 *Reti* 进行对比。表 19 给出临近退休相关的检验结果。距退休不足 2 年时,CEO 职业顾虑不再显著影响对外直接投资。而临近 5 年退休前后,CEO 职业顾虑对公司对外直接投资的抑制作用成立。这种转变一定程度上支持了“59 岁现象”,经理人临近退休时风险观念和对能力评价的关注发生转变,使职业生涯理论下 CEO 职业顾虑影响跨国投资决策存在争议。

4.5.4 公司国际化程度的影响

国际化进程理论认为,国际化具有渐进性,不确定性的降低和信息的积累有利于进一步提升国际化程度^[7]。对外直接投资是国际化重要经营方式,会受到公司前期国际化程度的影响。因此,探究在安逸生活假说下,CEO 职业顾虑能否影响国际化程度及已有国际化程度如何影响职业顾虑经理人安土重迁。一方面,基于(2)式检验 CEO 职业顾虑对公司国际化程度的影响, *Int* 类似具有两步效应的混合随机变量,故采用 Probit-Gaussian 两步模型进行估计。以海外营业收入与公司营业总收入之比刻画国际化程度 *Int*^[65];另一方面,根据(4)式检验前期国际化程度的调节效应。鉴于国际化程度与对外直接投资可能互为因果问题,剔除国际化程度为 0 的公司样本,将 *Int* 滞后一期处理并按照中位数设置类别变量 *Intl*。

表 20 给出考虑公司国际化程度的实证结果。根

表 19 临近退休情境下 CEO 职业顾虑与对外直接投资
Table 19 CEO Career Concerns and OFDI in Near-Retirement Scenarios

变量	<i>Ofd</i> (1)	<i>Off</i> (2)	<i>Ofc</i> (3)	<i>Ofd</i> (4)	<i>Off</i> (5)	<i>Ofc</i> (6)
<i>Ret</i> = 0	-0.012*** (-4.723)	-0.052*** (-4.991)	-0.041*** (-5.606)			
<i>Ret</i> = 1	-0.003 (-0.547)	0.026 (1.159)	0.009 (0.502)			
<i>Reti</i> = 0				-0.011*** (-4.124)	-0.047*** (-4.221)	-0.034*** (-4.384)
<i>Reti</i> = 1				-0.011*** (-2.604)	-0.028* (-1.804)	-0.035*** (-3.115)
控制变量	控制	控制	控制	控制	控制	控制
<i>Ife/Yfe</i>	控制	控制	控制	控制	控制	控制
观测值	27 905	27 905	27 905	27 905	27 905	27 905
<i>R</i> ² _{<i>p</i>}	0.182	0.182	0.182	0.182	0.182	0.182

表 20 CEO 职业顾虑、公司国际化程度与对外直接投资
Table 20 CEO Career Concerns, Corporate Internationalization Degree and OFDI

变量	<i>Int</i> (1)	<i>Ofd</i> (2)	<i>Off</i> (3)	<i>Ofc</i> (4)
<i>Car</i>	-0.310*** (-3.755)			
<i>Intl</i> = 1		-0.001 (-0.050)	0.212*** (5.319)	0 (0.008)
<i>Intl</i> = 2		-0.027*** (-2.891)	-0.408*** (-7.712)	-0.187*** (-5.090)
<i>Intl</i> = 3		-0.013 (-1.505)	-0.205*** (-2.828)	-0.089* (-1.854)
<i>Intl</i> = 4		0.012* (1.788)	0.112* (1.678)	0.086* (1.908)
控制变量	控制	控制	控制	控制
<i>Ife/Yfe</i>	控制	控制	控制	控制
观测值	26 709	4 055	4 055	4 055
<i>R</i> ² _{<i>p</i>}	0.234	0.160	0.160	0.160

据 (1) 列, CEO 职业顾虑显著抑制公司国际化程度, 符合安逸生活的理论预期。综合 (2) 列 ~ (4) 列, 随着前期国际化程度提升, CEO 职业顾虑对公司对外直接投资影响由负转正, 说明国际化经验能够提升跨国投资风险应对能力, 降低职业顾虑对经理人追求安逸生活的影响。

4.5.5 基于信号传递的市场业绩后果检验

根据信号传递理论, 受职业顾虑理性人和社会人属性影响, 经理人干预对外直接投资旨在获得利益相关者对其能力的认可。市场业绩变化能够直观反映投资人基于经理人可观测信息的能力评价结果。

所以, 构建 (6) 式, 检验不同职业顾虑经理人对外直接投资的市场业绩差异, 从投资决策的市场反应探究职业顾虑下投资者对经理人能力的评价偏好。

$$Tob_{i,t+1} = \lambda_0 + \lambda_1 Car_{i,t} + \lambda_2 Ofi_{i,t} + \lambda_3 Car_{i,t} \cdot Ofi_{i,t} + \sum Con + Yfe + Ife + \varepsilon_{i,t} \quad (6)$$

其中, 采用 *t* + 1 期托宾 Q 比率测量公司未来市场业绩 *Tob*, 该比率将资本市场与公司投资相结合, 能够反映市场对经理人决策的评价; λ_0 为常数项; λ_1 为 CEO 职业顾虑的回归系数; λ_2 为对外直接投资规模决策变量的回归系数; λ_3 为交乘项系数。市场业绩

表 21 CEO 职业顾虑、对外直接投资与市场业绩
Table 21 CEO Career Concerns, OFDI and Market Performance

变量	Tob		
	(1)	(2)	(3)
<i>Ofd</i>	0.123*** (7.623)		
<i>Car</i>	0.064*** (7.546)	0.063*** (8.315)	0.065*** (8.414)
<i>Ofd · Car</i>	-0.027** (-2.447)		
<i>Off</i>		0.022*** (11.632)	
<i>Off · Car</i>		-0.007*** (-5.579)	
<i>Ofc</i>			0.053*** (11.912)
<i>Ofc · Car</i>			-0.014*** (-4.568)
控制变量	控制	控制	控制
<i>Ife/Yfe</i>	控制	控制	控制
观测值	24 412	24 412	24 412
R^2_p	0.122	0.123	0.123

是具有截断的连续变量,采用 Tobit 模型进行检验。

表 21 给出基于信号传递的市场业绩后果检验结果。其中,3 组结果中交乘项系数均显著为负,说明高职业顾虑经理人对外直接投资行为的市场业绩要差于其在本土投资的市场业绩。换言之,投资者给予高职业顾虑经理人安土重迁行为更为积极的市场反馈,可能是因为投资者对经理人能力评价具有刻板印象。社会认知理论认为,刻板印象将一系列品性、行为等特质与某类社会群体相联结,是感知者对某群体所反映出的知识、观念及预期等认知结构^[66]。而能力是感知者对社会群体的认知偏差主要来源之一^[67]。在刻板印象影响下,投资者可以依据经理人可观测信息迅速对其能力进行预判。由于过度概括化,刻板印象容易引致投资者对不同职业顾虑经理人的能力认知偏差。高职业顾虑经理人可观测能力信息相对不足,投资者很难区分信息不足与能力不足所导致的信号接收结果。归因理论认为,个体存在基本归因错误倾向,这使投资者评价经理人能力时会过度关注内部因素,将信息不足归因于经理人能力不足的刻板印象。刻板印象的僵化性使投资者即使持续关注、接收与分析经理人可观测能力信号,但也较难改变对高职业顾虑经理人能力评价的刻板印象。当高职业顾虑经理人开展富有挑战性的对外

直接投资时,受刻板印象影响投资者会认为这超出了其能力范围,做出消极的市场反应。因此,上述结果符合本研究因果推断,即 CEO 职业顾虑所导致的安土重迁迎合了投资者刻板印象,获得积极的市场业绩。

4.5.6 对外直接投资逆向创新溢出效应的渠道检验

对外直接投资具有逆向创新效应,帮助母公司提升技术与知识储备,是新兴市场公司成功的重要渠道之一^[35]。安逸生活假理论与跨国投资相关的创新行为也应受到 CEO 职业顾虑的影响。基于逐步法构建中介效应模型(7)式~(9)式。根据江艇^[47]的研究,本研究主回归对应如(8)式所示的解释变量影响中介变量的检验,且中介变量影响被解释变量的对外直接逆向创新溢出效应已被广泛证实,故重点分析(7)式 CEO 职业顾虑对公司创新的直接影响即可。(8)式对应模型(1)和模型(2)检验结果,下文仅汇报模型(7)和模型(9)的回归结果。

$$Inn_{i,t+1} = \rho_0 + \rho_1 Car_{i,t} + \sum Con + Yfe + Ife + \varepsilon_{i,t} \quad (7)$$

$$Ofi_{i,t} = \mu_0 + \mu_1 Car_{i,t} + \sum Con + Yfe + Ife + \varepsilon_{i,t} \quad (8)$$

$$Inn_{i,t+1} = \varphi_0 + \varphi_1 Car_{i,t} + \varphi_2 Ofi_{i,t} + \sum Con + Yfe + Ife + \varepsilon_{i,t} \quad (9)$$

其中, $Inn_{i,t+1}$ 分别表示公司 $t+1$ 期创新投入 Inp 与产出 Out , 对应研发强度和专利申请数量; ρ_1 为 CEO 职业顾虑直接影响公司未来创新投入与产出的回归系数; μ_1 为 CEO 职业顾虑影响公司对外直接投资回归系数; φ_1 为 CEO 职业顾虑影响公司创新的直接效应, φ_2 为对外直接投资影响公司创新回归系数; 下角标为 0 变量对应回归方程的常数项。创新具有两步效应,需要决定是否进行创新以及创新活动的程度。其中,公司创新投入为以 0 截尾的连续变量,采用 Probit-Gaussian 两步模型;创新产出为以 0 截尾的离散变量,选取 Probit-Poisson 两步模型回归。

表 22 给出 CEO 职业顾虑与公司对外直接投资逆向创新溢出效应的边际效应。CEO 职业顾虑对公司未来创新投入影响的总效应为 -0.116,表明 CEO 职业顾虑不利于公司的创新投入。进一步,CEO 职业顾虑对公司未来创新投入的直接效应分别为 -0.112、-0.115 和 -0.114,对外直接投资各变量对公司未来创新投入的边际效应分别为 0.286、0.021 和 0.056,均在 1% 的水平上显著。这说明为追求不求有功,但求无过的安逸生活,较高职业顾虑经理人倾向规避投资周期长、不确定性较高的创新投入,“CEO 职业顾虑 - 对外直接投资 - 未来创新投入”的作用渠道是成立的。同样,公司未来创新产出的中介效应总体成立。上述结果表明受职业顾虑影响经理人为了追求安逸生活,降低公司创新,削弱了对外直接投资的逆向创新溢出效应。

5 结论

本研究从社会人和理性人属性出发,基于安逸生

表 22 CEO 职业顾虑与公司对外直接投资逆向创新溢出效应
Table 22 CEO Career Concerns and the Reverse Innovation Spillover Effect of OFDI

变量	Inp				Oup			
	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)	(7)	(8)
<i>Car</i>	-0.116*** (-6.480)	-0.112*** (-6.271)	-0.115*** (-6.418)	-0.114*** (-6.344)	-0.044*** (-4.910)	-0.045*** (-4.930)	-0.044*** (-4.879)	-0.044*** (-4.834)
<i>Ofd</i>		0.286*** (7.534)				0.065*** (3.225)		
<i>Off</i>			0.021*** (5.019)				0.001 (0.540)	
<i>Ofc</i>				0.056*** (6.642)				0.009* (1.694)
控制变量	控制							
<i>Ife/Yfe</i>	控制							
观测值	24 517	24 517	24 517	24 517	24 421	24 421	24 421	24 421
R^2_p	0.415	0.415	0.415	0.415	0.101	0.102	0.101	0.101

活理论探究 CEO 职业顾虑对公司对外直接投资的影响,并挖掘二者的作用机制及经济后果。研究结果表明:①在经理人市场不完备情况下,安逸生活理论比职业生涯理论更适合解释 CEO 职业顾虑影响下公司安土重迁的行为。②风险承担和能力评价是 CEO 职业顾虑影响国有和非国有公司对外直接投资的重要作用机制。安土重迁是因为职业顾虑影响下 CEO 不再是理性人追求最大化经济利益,而是社会人导向更注重通过降低高风险投资以减少对能力评价的负面影响。因此当公司风险承担能力较强时,可以缓解这种安土重迁的现象。如果当期能力关注较高或者历史能力评价较低时,即公司规模较大或者经理人面临的薪酬差距较小,CEO 职业顾虑作用下公司安土重迁的现象较为明显。③市场寻求动机显著影响 CEO 职业顾虑与对外直接投资关系。“一带一路”倡议为公司拓展沿线国家市场提供制度支持,激励职业顾虑较高经理人所在公司远涉重洋;只有国有公司产能过剩有助于降低 CEO 职业顾虑作用下的安土重迁,说明通过寻求海外市场实现体制内产业结构调整,缓解了国企经理人国内竞争与考核压力;汇率波动为职业顾虑较高经理人所在非国有公司进入国际市场提供机会,但也加大了海外市场的投资风险。④经理人临近退休或者公司拥有国际化经验,能够削弱职业顾虑所导致的经理人安土重迁偏好,进一步验证了安逸生活理论风险承担与能力评价的作用机制。⑤基于安逸生活理论,职业顾虑较高经理人的安土重迁迎合市场对其能力评价的刻板印象。这让经理人在重大投资决策中表现出规避风险的倾向,不仅直接降低了公司盈余质量、国际化程度、创新投入与产出,还抑制了公司对外直接投资的逆向创新溢出效应。

本研究主要贡献如下:①从职业顾虑视角为理解跨国投资中代理问题提供新的经验证据。CEO 职业顾虑对公司跨国投资模式的影响存在不同观点^[16,19],与对外直接投资进入决策与规模决定的研究不常见,且多围绕职业生涯理论下理性人最大化个人声誉的行为假设进行剖析。本研究基于不完备经理人市场环境,融入社会人属性,利用安逸生活理论阐释了 CEO 职业顾虑对公司对外直接投资的影响,拓展了跨国投资过程中经理人不勤勉行为研究。②基于风险承担和能力评价两个机制,刻画国有公司与非国有公司经理人受职业顾虑驱动干预对外直接投资的异质性作用机制。结合中国公司海外市场寻求动机、国际化进程理论、职业生涯理论、投资者刻板印象和对外直接投资逆向创新溢出效应等,丰富了 CEO 职业顾虑对公司对外直接投资的影响机理研究。③利用任职特征综合测度 CEO 职业顾虑,立足不完备经理人市场制度背景完善了 BAGINSKI et al.^[13]的 CEO 职业顾虑计量,回应了职业生涯理论下 CEO 职业顾虑对公司投资风险偏好的影响争议^[21,23]。

本研究对经理人激励、国有企业改革、企业走出去、投资者关注等具有重要启示与政策参考。①有效激励经理人是企业高质量发展的重要治理基础,对培育世界一流企业尤为重要。过度依赖业绩作为考评基准,对可观测能力信息较少的经理人实施对外直接投资、创新等高风险投资容易造成费力不讨好的局面。因此,在经理人考评中需要提高长期考核指标的权重,不能过度依靠短期业绩评判经理人能力。应结合中国制度环境,关注经理人职业心理状态及其代理行为成因,重视对经理人不勤勉行为的识别、激励与约束。②针对国有企业改革中领导干部能上能下问题,需关注不求有功,但求无过的识

别与治理。注重引入经理人长期导向考评机制,优化公司投资风险容忍度机制,完善高风险投资公司经理人薪酬与公司创新等能力的动态匹配机制。③经理人市场的不完备性容易引发公司全球化进程中经理人追求安逸生活的折中式代理行为,不利于提升公司跨国投资质量。因此,有效的经理人市场和完善的经理人长期激励机制是提升公司积极参与国内国际双循环相互促进的基础保障。可利用数智技术与平台,提高经理人能力评价的大数据信息收集,完善经理人市场的声誉机制,降低经理人对可观测能力的过度关注。此外,“一带一路”倡议、体制性产能转移等结果表明,制度、产业等层面的利好政策有利于缓解公司投资中的CEO职业顾虑,可围绕产业政策协同发展经理人市场声誉机制。④投资者有限的信息来源与非理性容易形成对职业顾虑较高经理人能力评价的刻板印象,以“用脚投票”的方式进行表达。除了任职特征,公司规模、历史薪酬等信息属于经理人可观测能力信息范畴,但投资者应注重信息的收集与甄别,避免因刻板印象带来的非理性判断。

本研究存在一定的局限性。借助对外直接投资决策重点分析因CEO职业顾虑带来的代理问题,未来研究可以挖掘安逸生活带来的代理问题的治理机制以及投资国与东道国双边制度环境不确定性等因素所带来的影响等。

参考文献:

- [1] TANG R W, BUCKLEY P J. Outward foreign direct investment by emerging market multinationals: the directionality of institutional distance. *Journal of Business Research*, 2022, 149: 314–326.
- [2] 王正新, 吴心思, 刘俊. 企业风险水平与对外直接投资区位选择: 基于异质性企业理论的实证分析. *中国管理科学*, 2024, 32(9): 323–334.
WANG Zhengxin, WU Xinsi, LIU Jun. Enterprise risk level and location choice of OFDI: an empirical analysis based on heterogeneous firm theory. *Chinese Journal of Management Science*, 2024, 32(9): 323–334.
- [3] 王旭, 陶爽, 胡峰. 民营企业对外直接投资缘何发展迅速: 要素市场扭曲视角的解释. *国际贸易问题*, 2022(10): 157–174.
WANG Kui, TAO Shuang, HU Feng. Why outward foreign direct investment of Chinese private companies grows quickly: an explanation from the perspective of factor market distortion. *Journal of International Trade*, 2022(10): 157–174.
- [4] TANG Q, DENG W Q. Financial policy competition neutrality and the efficiency of outward foreign direct investment. *International Review of Financial Analysis*, 2024, 92: 103076.
- [5] 刘振, 黄丹华. “一带一路”参与、高管海外背景与企业技术创新. *管理科学*, 2021, 34(4): 71–88.
LIU Zhen, HUANG Danhua. “The Belt and Road” participation, executives’ overseas background and enterprise technological innovation. *Journal of Management Science*, 2021, 34(4): 71–88.
- [6] TANG R W, SHU C L, ZHOU K Z. State ownership of Chinese firms and their outward foreign direct investment: political and economic contingencies. *Asia Pacific Journal of Management*, 2022, 39(3): 1097–1123.
- [7] 王珏, 黄怡, 丁飒飒, 等. 经验学习与企业对外直接投资连续性. *中国工业经济*, 2023(1): 76–94.
WANG Jue, HUANG Yi, DING Sasa, et al. Experiential learning and firms’ OFDI persistence. *China Industrial Economics*, 2023(1): 76–94.
- [8] BUCKLEY P J, CASSON M. The internalization theory of the multinational enterprise: past, present and future. *British Journal of Management*, 2020, 31(2): 239–252.
- [9] FUNG H G, QIAO P H, YAU J, et al. Leader narcissism and outward foreign direct investment: evidence from Chinese firms. *International Business Review*, 2020, 29(1): 101632.
- [10] BIRU A, FILATOTCHEV I, BRUTON G, et al. CEOs’ regulatory focus and firm internationalization: the moderating effects of CEO overconfidence, narcissism and career horizon. *International Business Review*, 2023, 32(3): 102078.
- [11] ZHU H, ZHU Q, DING Z W. The roles of Chinese CEOs in managing individualistic cultures in cross-border mergers and acquisitions. *Journal of Management Studies*, 2020, 57(3): 664–697.
- [12] BOUSTANIFAR H, ZAJAC E J, ZILJA F. Taking chances? The effect of CEO risk propensity on firms’ risky internationalization decisions. *Journal of International Business Studies*, 2022, 53(2): 302–325.
- [13] BAGINSKI S P, CAMPBELL J L, HINSON L A, et al. Do career concerns affect the delay of bad news disclosure?. *The Accounting Review*, 2018, 93(2): 61–95.
- [14] FAMA E F. Agency problems and the theory of the firm. *Journal of Political Economy*, 1980, 88(2): 288–307.
- [15] GIBBONS R, MURPHY K J. Optimal incentive contracts in the presence of career concerns: theory and evidence. *Journal of Political Economy*, 1992, 100(3): 468–505.
- [16] MATTA E, BEAMISH P W. The accentuated CEO career horizon problem: evidence from international acquisitions. *Strategic Management Journal*, 2008, 29(7): 683–700.
- [17] HOLMSTRÖM B. Managerial incentive problems: a dynamic perspective. *The Review of Economic Studies*, 1999, 66(1): 169–182.
- [18] KIM T W, LI J, PAE S. Career concerns, investment, and management forecasts. *The Accounting Review*, 2023, 98(1): 337–363.
- [19] HERRMANN P, DATTA D K. CEO successor characteristics and the choice of foreign market entry mode: an empirical study. *Journal of International Business Studies*, 2002, 33(3): 551–569.
- [20] BONATTI A, HÖRNER J. Career concerns with exponential learning. *Theoretical Economics*, 2017, 12(1): 425–475.
- [21] LI X Y, LOW A, MAKHIJA A K. Career concerns and the busy life of the young CEO. *Journal of Corporate Finance*, 2017, 47: 88–109.
- [22] 李维, 周建军, 朱琦. CEO职业关注与企业社会责任披露. *中国软科学*, 2021(2): 111–124.
LI Wei, ZHOU Jianjun, ZHU Qi. CEO career concern and corporate social responsibility disclosures. *China Soft Science*, 2021(2): 111–124.
- [23] 饶育蕾, 王颖, 王建新. CEO职业生涯关注与短视投资关系的实证研究. *管理科学*, 2012, 25(5): 30–40.
RAO Yulei, WANG Ying, WANG Jianxin. Empirical research on CEOs’ career concerns and investment myopia. *Journal of Management Science*, 2012, 25(5): 30–40.

- [24] 孟庆斌, 吴卫星, 于上尧. 基金经理职业忧虑与其投资风格. *经济研究*, 2015, 50(3): 115-130.
MEGN Qingbin, WU Weixing, YU Shangrao. Fund managers' career concern and their investment style. *Economic Research Journal*, 2015, 50(3): 115-130.
- [25] KEYNES J M. *The general theory of employment, interest, and money*. Cham: Macmillan, 2018: 103.
- [26] HICKS J R. Annual survey of economic theory: the theory of monopoly. *Econometrica*, 1935, 3(1): 1-20.
- [27] BERTRAND M, MULLAINATHAN S. Enjoying the quiet life? Corporate governance and managerial preferences. *Journal of Political Economy*, 2003, 111(5): 1043-1075.
- [28] NOLTE I, NOLTE S, VASIOS M. Sell-side analysts' career concerns during banking stresses. *Journal of Banking & Finance*, 2014, 49: 424-441.
- [29] HU P, KALE J R, PAGANI M, et al. Fund flows, performance, managerial career concerns, and risk taking. *Management Science*, 2011, 57(4): 628-646.
- [30] BOCHKAY K, CHYCHYLA R, NANDA D. Dynamics of CEO disclosure style. *The Accounting Review*, 2019, 94(4): 103-140.
- [31] 戴明禹, 孙光国, 滕曼茹. 攻不破的“家族化怪圈”: 家族主义文化驱使企业重回家族化治理模式吗. *南开管理评论*, 2023, 26(6): 82-94.
DAI Mingyu, SUN Guangguo, TENG Manru. An unbreakable vicious circle of familization: does familism culture drive enterprises to return to familization governance mode. *Nankai Business Review*, 2023, 26(6): 82-94.
- [32] 刘少波, 马超. 经理人异质性与大股东掏空抑制. *经济研究*, 2016, 51(4): 129-145.
LIU Shaobo, MA Chao. Manager's heterogeneity and its effect on restricting the tunneling behavior of large shareholder. *Economic Research Journal*, 2016, 51(4): 129-145.
- [33] 阎海峰, 杨昕悦, 张骁. 衰退企业“临危受命”CEO 如何实现业绩反转? 基于模糊集定性比较分析. *南开管理评论*, 2024, 27(3): 61-70, 81.
YAN Haifeng, YANG Xinyue, ZHANG Xiao. How do new CEOs steer declining enterprises to a successful turnaround? Based on the fuzzy set Qualitative Comparative Analysis (fsQCA). *Nankai Business Review*, 2024, 27(3): 61-70, 81.
- [34] 杜兴强, 林峤. CEO 家乡认同对委托代理成本的影响. *管理科学*, 2023, 36(6): 106-122.
DU Xingqiang, LIN Qiao. Effects of CEOs' hometown identity on owner-manager agency costs. *Journal of Management Science*, 2023, 36(6): 106-122.
- [35] 白洁. 对外直接投资特征对高科技企业生产率的异质性影响. *科研管理*, 2022, 43(7): 200-208.
BAI Jie. The heterogeneous impact of characteristics of OFDI on the productivity of high-tech enterprises. *Science Research Management*, 2022, 43(7): 200-208.
- [36] HALAC M, KREMER I. Experimenting with career concerns. *American Economic Journal: Microeconomics*, 2020, 12(1): 260-288.
- [37] SHI W, HOSKISSON R E, ZHANG Y A. Independent director death and CEO acquisitiveness: build an empire or pursue a quiet life?. *Strategic Management Journal*, 2017, 38(3): 780-792.
- [38] CARLSTON D E, SHOVAR N. Effects of performance attributions on others' perceptions of the attributor. *Journal of Personality and Social Psychology*, 1983, 44(3): 515-525.
- [39] 王碧瑛, 谭语嫣, 余森杰, 等. 融资约束是否抑制了中国民营企业对外直接投资. *世界经济*, 2015, 38(12): 54-78.
WANG Bijun, TAN Yuyan, YU Miaojie, et al. Does financial constraint outward direct investment of Chinese private enterprises. *The Journal of World Economy*, 2015, 38(12): 54-78.
- [40] 孙楚仁, 何茹, 刘雅莹. 非援助与中国企业对外直接投资. *中国工业经济*, 2021(3): 99-117.
SUN Churen, HE Ru, LIU Yaying. Aid to Africa and outward FDI of Chinese enterprises. *China Industrial Economics*, 2021(3): 99-117.
- [41] 吕越, 陆毅, 吴嵩博, 等. “一带一路”倡议的对外投资促进效应: 基于 2005-2016 年中国企业绿地投资的双重差分检验. *经济研究*, 2019, 54(9): 187-202.
LYU Yue, LU Yi, WU Songbo, et al. The effect of the Belt and Road Initiative on firms' OFDI: evidence from China's greenfield investment. *Economic Research Journal*, 2019, 54(9): 187-202.
- [42] KALASIN K, CUERVO-CAZURRA A, RAMAMURTI R. State ownership and international expansion: the S -curve relationship. *Global Strategy Journal*, 2020, 10(2): 386-418.
- [43] PAE S, SONG C J, YI A C. Career concerns and management earnings guidance. *Contemporary Accounting Research*, 2016, 33(3): 1172-1198.
- [44] 袁蓉丽, 李育昆, 党素婷. ERP 系统与高管薪酬业绩敏感性. *会计研究*, 2022(5): 174-189.
YUAN Lirong, LI Yukun, DANG Suting. Enterprise resource planning systems and managers' pay-performance sensitivity. *Accounting Research*, 2022(5): 174-189.
- [45] 胡楠, 薛付婧, 王昊楠. 管理者短视主义影响企业长期投资吗? 基于文本分析和机器学习. *管理世界*, 2021, 37(5): 139-156.
HU Nan, XUE Fujing, WANG Haonan. Does managerial myopia affect long-term investment? Based on text analysis and machine learning. *Journal of Management World*, 2021, 37(5): 139-156.
- [46] CORE J, GUAY W. The use of equity grants to manage optimal equity incentive levels. *Journal of Accounting and Economics*, 1999, 28(2): 151-184.
- [47] 江艇. 因果推断经验研究中的中介效应与调节效应. *中国工业经济*, 2022(5): 100-120.
JIANG Ting. Mediating effects and moderating effects in causal inference. *China Industrial Economics*, 2022(5): 100-120.
- [48] 王放, 李哲, 董小红. 职业生涯关注激励与高管在职消费的替代关系研究. *管理科学*, 2015, 28(4): 23-35.
WANG Fang, LI Zhe, DONG Xiaohong. Study on substitution relation between career concerns incentive and perk of the management. *Journal of Management Science*, 2015, 28(4): 23-35.
- [49] BELOTTI F, DEB P, MANNING W G, et al. Twopm: two-part models. *The Stata Journal: Promoting Communications on Statistics and Stata*, 2015, 15(1): 3-20.
- [50] 韵江, 宁鑫. “年少有为”还是“老当益壮”? CEO 职业生涯关注与战略变革. *经济管理*, 2020, 42(6): 135-152.
YUN Jiang, NING Xin. “Young and promising young” or “old but vigorous”: CEO career concerns and strategic change. *Business and Management Journal*, 2020, 42(6): 135-152.
- [51] LIND J T, MEHLUM H. With or without U? The appropriate test

- for a U-shaped relationship. *Oxford Bulletin of Economics and Statistics*, 2010, 72(1): 109–118.
- [52] 程新生, 武琼, 修浩鑫, 等. 企业研发投入波动与信息披露: 投资者创新包容视角. *经济研究*, 2022, 57(6): 191–208.
CHENG Xinsheng, WU Qiong, XIU Haoxin, et al. Enterprise R&D investment fluctuation and information disclosure: a study based on investors' innovation tolerance. *Economic Research Journal*, 2022, 57(6): 191–208.
- [53] DECHOW P M, SLOAN R G, SWEENEY A P. Detecting earnings management. *The Accounting Review*, 1995, 70(2): 193–225.
- [54] ROYCHOWDHURY S. Earnings management through real activities manipulation. *Journal of Accounting and Economics*, 2006, 42(3): 335–370.
- [55] ATHREYE S, SAEED A, BALOCH M S. Financial crisis of 2008 and outward foreign investments from China and India. *Journal of World Business*, 2021, 56(3): 101190.
- [56] 周洲, 张艺骞, 冉戎. 消费者权益保护与企业创新投入. *科研管理*, 2023, 44(1): 66–78.
ZHOU Zhou, ZHANG Yiqian, RAN Rong. Protection of the rights and interests of consumers and investment in the innovation of enterprises. *Science Research Management*, 2023, 44(1): 66–78.
- [57] 孙文刚, 陈作华. 外部薪酬差距与高管减持. *管理科学*, 2024, 37(1): 55–67.
SUN Wengang, CHEN Zuohua. External pay gap and executives' selling. *Journal of Management Science*, 2024, 37(1): 55–67.
- [58] 刘建秋, 李四海, 王飞雪, 等. “论资排辈”式高管薪酬与企业生产效率研究. *南开管理评论*, 2021, 24(1): 118–126, 147.
LIU Jianqiu, LI Sihai, WANG Xuefei, et al. “Seniority” type executive compensation and enterprise production efficiency. *Nankai Business Review*, 2021, 24(1): 118–126, 147.
- [59] 黄新飞, 方菲菲, 徐宇. 价值链位置与企业对外直接投资决策: 基于中国上市公司数据的实证分析. *管理科学学报*, 2023, 26(6): 57–80.
HUANG Xinfei, FANG Feifei, XU Yu. Value chain position and outward foreign direct investment decision: evidences from Chinese listed firms. *Journal of Management Sciences in China*, 2023, 26(6): 57–80.
- [60] 徐思, 何晓怡, 钟凯. “一带一路”倡议与中国企业融资约束. *中国工业经济*, 2019(7): 155–173.
XU Si, HE Xiaoyi, ZHONG Kai. The belt and road initiative and Chinese firms' financial constraints. *China Industrial Economics*, 2019(7): 155–173.
- [61] 王自锋, 白玥明. 产能过剩引致对外直接投资吗? 2005-2007年中国的经验研究. *管理世界*, 2017, 33(8): 27–35, 63.
WANG Zifeng, BAI Yueming. Did industrial overcapacity lead to outward foreign direct investment? The empirical research based on China's data from 2005 to 2007. *Journal of Management World*, 2017, 33(8): 27–35, 63.
- [62] 李雪松, 赵宸宇, 聂菁. 对外投资与企业异质性能利用率. *世界经济*, 2017, 40(5): 73–97.
LI Xuesong, ZHAO Chenyu, NIE Jing. OFDI and corporations' heterogeneous capacity utilization. *The Journal of World Economy*, 2017, 40(5): 73–97.
- [63] 盛斌, 景光正. 汇率波动、金融结构与技术创新. *财贸经济*, 2021, 42(10): 132–146.
SHENG Bin, JING Guangzheng. Exchange rate volatility, financial structure and technological innovation. *Finance & Trade Economics*, 2021, 42(10): 132–146.
- [64] 王孝松, 陈金至, 武皖, 等. 汇率波动、全球价值链嵌入与中国企业出口. *中国工业经济*, 2022(10): 81–98.
WANG Xiaosong, CHEN Jinzhi, WU Huan, et al. Exchange rate fluctuations, GVC and the export of Chinese firms. *China Industrial Economics*, 2022(10): 81–98.
- [65] 周超, 许冠南, 卢柯颖. 中国跨国企业母子公司结构的决策机制研究: 基于松散耦合理论视角. *管理工程学报*, 2024, 38(2): 21–34.
ZHOU Chao, XU Guannan, LU Keying. Research on the antecedents of headquarters-subsidiary structure in Chinese multinationals: from the perspective of loose coupling theory. *Journal of Industrial Engineering and Engineering Management*, 2024, 38(2): 21–34.
- [66] 王沛. 刻板印象的社会认知研究述论. *心理科学*, 1999(4): 342–345.
WANG Pei. A review of social cognitive research on stereotypes. *Psychological Science*, 1999(4): 342–345.
- [67] 杨亚平, 徐强, 朱婷婷, 等. 不同热情-能力社会群体刻板印象激活效应的行为模式: 基于刻板印象内容模型. *心理学报*, 2019, 51(10): 1143–1156.
YANG Yaping, XU Qiang, ZHU Tingting, et al. The behavioral patterns of stereotype activation among four different warmth-competence social groups based on stereotype content model. *Acta Psychologica Sinica*, 2019, 51(10): 1143–1156.

CEO Career Concerns and Outward Foreign Direct Investment: To Venture Far or to Settle Down

ZHONG Ruohan¹, LI Yanxi²

1 Business School, Faculty of Economics, Liaoning University, Shenyang 110136, China

2 School of Economics and Management, Dalian University of Technology, Dalian 116024, China

Abstract: Research on agency problems in OFDI is gradually emerging, but the role of CEO career concerns in influencing it remains controversial. According to career horizon theory, motivated by implicit contracts, such as career concerns, CEOs prefer risky investments, and seek to “learn by doing” to improve their abilities. Based on the quiet life theory, career con-

cerns make CEOs avoid high-risk investments and obtain higher ability assessment by catering to the market. Therefore, it is necessary to examine the corporate preference for venturing far or settling down, and explore the mechanism of agency problems in multinational investment from the perspective of CEO career concerns.

This study uses the data of A-share listed companies in Shanghai and Shenzhen Stock Exchanges from 2003 to 2020 to empirically test the influence of CEO career concerns on the entry and size decisions of OFDI based on the principal component analysis and Probit model and the two-step model of Probit-Poisson, respectively. The mechanism of CEOs' career concerns affecting OFDI is explored from risk-taking and ability assessment, focusing on the differences between SOEs and non-SOEs. And heterogeneity analysis is carried out around the theories of OFDI motivations, career horizon, and internationalization process. This study examines the results of signaling and reverse innovation spillover effects of OFDI under career concerns.

The study finds that CEO career concerns are negatively correlated with the entry decision, degree, and breadth of OFDI, suggesting that firms with higher CEO career concerns tend to settle down, which supports the quiet life theory. The quiet life hypothesis still holds after considering endogeneity, the nature of property rights, earnings management, incremental entry decisions, the financial crisis of 2008, and the China-US trade conflict in 2018. Further, corporate risk-taking and ability assessment are important mechanisms of how CEO career concerns influence cross-border investment. Weaker risk-taking ability, higher immediate ability concerns, and lower historical ability assessments can increase the impact of CEO career concerns on OFDI. Market-seeking incentives, such as the implementation of the Belt and Road Initiative, the burden of institutionalized overcapacity, exchange rate volatility in non-SOEs, internationalization experience and the proximity of retirement, inhibit managers from pursuing a quiet life. However, this preference for settling down caters to investors' stereotypical impression of managerial ability assessment, which undermines the corporate earnings quality, internationalization process, and innovation inputs and outputs, and blocks the reverse innovation spillovers of OFDI.

The research interprets non-diligent behaviors caused by CEO's career concerns in corporate multinational investments from the quiet life theory, which helps understand and govern the agency problem in corporate multinational investments. Moreover, the findings provide some policy insights for promoting corporate multinational investments and optimizing managerial appraisal and incentives.

Keywords: CEO career concerns; OFDI; quiet life theory; career horizon theory; risk taking; ability assessment

Received Date: January 31st, 2023 **Accepted Date:** February 9th, 2024

Funded Project: Supported by the National Social Science Fund of China (24AJY032), the Basic Research Projects of Liaoning Provincial Department of Education (LJ112410140091), and the Youth Research Fund of Liaoning University (LDQN2023004)

Biography: ZHONG Ruohan, doctor in management, is a lecturer in the Business School at Faculty of Economics, Liaoning University. Her research interests include corporate governance and international investment. Her representative paper titled "Multiple large shareholders, control contests, and forced CEO turnover" was published in the *Emerging Markets Review* (Volume 48, 2021). E-mail: zhongruohan@lnu.edu.cn

LI Yanxi, doctor in management, is a professor in the School of Economics and Management at Dalian University of Technology. His research interests include financial management and international finance. His representative paper titled "External governance environment, ownership and efficiency of listed companies' investment" was published in the *Nankai Business Review* (Issue 1, 2015). E-mail: mrliyx@dlut.edu.cn

□

(责任编辑: 刘思宏)