

doi:10.16060/j.cnki.issn2095-8072.2025.06.002

企业对外投资与风险承担 ——基于高管海外背景的研究^{*}

赵晓彤^{1,2} 赵成林³ 黄新飞^{1,3}

(1. 中山大学高级金融研究院, 广州 510275; 2. 广东金融学院国际教育学院, 广州 510521; 3. 中山大学
国际金融学院, 广东珠海 519082)

摘 要: 高管海外背景作为影响企业投资决策与风险承担的关键因素, 是国际经济学的重要议题。本文以 2008~2021 年中国沪深 A 股非金融类上市公司为样本, 基于手动匹配的企业对外直接投资 (OFDI) 和高管海外背景的微观数据库, 系统研究了 OFDI 对企业风险承担的影响及机制, 并探讨了高管海外背景的调节作用。研究发现: (1) OFDI 显著提升了企业的风险承担水平, 高管海外背景对 OFDI 的影响具有显著的负向调节作用。拥有海外背景高管的企业, 其 OFDI 对风险承担的提升作用显著减弱; (2) 异质性分析表明, OFDI 对风险承担的影响因东道国发展阶段、企业产权性质及市场竞争状况的不同而存在显著差异; (3) 基于多维度的异质性实证结果, 本文进一步揭示了 OFDI 影响企业风险承担的内在机制, 并厘清了高管海外背景在不同情境下的调节路径与作用边界。本文丰富了跨国投资与企业风险承担的研究, 为企业在全球化背景下优化管理决策提供了实践启示。

关键词: 对外直接投资 (OFDI); 高管海外背景; 风险承担水平

中图分类号: F49

文献标识码: A

文章编号: 2095—8072(2025)06—0019—16

一、引言

在经济全球化纵深发展与中国高水平对外开放战略持续推进的背景下, 企业对外直接投资 (Outward Foreign Direct Investment, OFDI) 作为突破国界资源配置、获取战略性资产的重要载体, 已成为我国企业构建全球价值链与提升国际竞争力的关键路径。《2023年度中国对外直接投资统计公报》数据显示, 2023年中国OFDI流量达1772.9亿美元, 连续12年稳居全球前三; 存量规模突破2.95万亿美元, 连续7年位列全球前三。这一趋势不仅标志着我国从“资本输入国”向“资本输出国”的深刻转型, 更反映出企业的国际化动因。

近年来, 金融支持、税收优惠与投资便利化等政策持续优化企业“走出去”的制度环境, 推动我国OFDI规模与质量同步提升, 企业海外布局由传统基础设施向高技术、能源与先进制造等领域延展, 跨国并购活跃, 企业全球资源整合与国际竞争

^{*} 基金项目: 本文受广东省基础与应用基础研究基金卓越青年团队项目“基于双循环背景下中国双向直接投资理论与应用研究”(项目编号: 2024B1515040021)的资助。

力稳步增强。在把握国际机遇的同时,企业也面临更为复杂与多元的风险暴露。风险承担(risk taking)是企业 and 个体在不确定环境下为获取预期收益而接受潜在损失的取向。毛其淋和许家云(2016)指出,适度的风险承担能够帮助企业抓住市场机遇,保持竞争优势,并推动经营绩效的提升。一般而言,适度风险承担有助于促进企业创新、效率与成长,但过高或过低的风险偏好均可能削弱企业绩效与稳定性,甚至引发财务困境(Biddle et al., 2009),并通过市场机制外溢至资本市场与宏观经济(Shleifer & Vishny, 2010)。因此,识别影响企业风险承担的关键因素、厘清其作用机制,具有重要理论与实践意义。从企业国际化视角看,OFDI一方面通过市场与业务多元化、跨境要素整合与知识吸收,提升企业的动态能力与抗冲击韧性;另一方面亦将东道国政治与制度不确定性、跨文化治理与合规成本等纳入企业风险集合,增加经营复杂度与管理难度。

在企业面临日益复杂的国际化风险时,高层管理团队的特征成为影响其决策差异的重要因素。随着大量留学人员回流,我国企业高管群体的国际经历日益丰富。高阶梯队理论(Hambrick & Mason, 1984)认为,高管的海外背景可视为一种独特的禀赋,其国际经历有助于塑造开放的认知框架、跨文化沟通能力以及战略远见。这种经历不仅增强了高管的创新思维与战略冒险倾向,还提升了其对外部复杂环境中潜在风险的识别与应对能力(Carpenter et al., 2001)。已有研究发现,高管拥有海外背景有助于企业更积极地推进国际化战略,并在一定程度上提升企业的风险承担能力,这一作用机制在企业面临制度异质性或外部不确定性较高的环境中尤为显著(宋建波等, 2017; Georgakakis et al., 2019)。尽管现有文献已探讨了高管海外背景对企业风险承担的异质性影响,但鲜有研究将其作为调节机制,分析OFDI对企业风险承担的影响。因此,本文将从OFDI影响企业风险承担的角度出发,探讨高管海外背景在其中所扮演的调节作用。

立足于中国经济情境,本文以2008~2021年沪深A股非金融类上市公司为样本,手动匹配企业OFDI数据库与高管海外背景数据库,系统探究以下三个问题:(1)OFDI是否显著提升企业风险承担水平?(2)高管海外背景是否在其中起到调节作用?(3)上述关系是否因东道国不同发展阶段、企业产权性质与市场竞争环境呈现异质性?本文运用工具变量和双向固定效应模型克服内生性偏误。本文的边际贡献体现在三方面:其一,识别跨国投资显著提升企业风险承担水平的效应,拓展传统国际经济理论中关于国际化战略影响企业行为后果的研究视角,丰富OFDI对企业内部风险结构影响的经验证据;其二,将高管异质性纳入高阶梯队理论分析框架,发现海外背景在缓解信息不对称、优化风险认知方面的调节作用,深化人力资本与国际化战略交互作用的理解;其三,围绕东道国制度差异、产权性质与市场结构,系统分析OFDI对企业风险承担的情境依赖性与高管海外背景的调节特征,并进一步探讨其中的作用机制,为新兴市场企业的风险管理与国际化战略提供理论支撑。实践层面,研究结论为企业优化高管团队配置、政策制定者设计风险对冲工具提供实证依据,并对“双循环”格局下统筹开放与安全的协调提供参考。

二、文献综述与理论分析

（一）现有文献梳理

OFDI通过多重机制推动企业在全球化过程中的战略调整，同时也对企业风险承担能力产生深远影响。OFDI一方面通过市场多元化、知识溢出与资源整合，提升企业的动态能力与抗冲击韧性（Kogut & Zander, 1993; Luo & Tung, 2007; Hitt et al., 2006），另一方面也因制度差异、汇率波动与跨文化治理等带来更高的不确定性与风险暴露（Bekaert & Harvey, 2000）。在中国情境下，发展中东道国的不稳定性、竞争压力与外部冲击叠加，使OFDI的风险效应呈现出更为显著的异质性（李磊等，2018；吕越等，2019；葛顺奇和陈江滢，2020）。

高阶梯队理论认为，高层管理者的国际经历通过拓宽认知视野与提升跨文化治理能力，影响关键战略与风险取向（Hambrick & Mason, 1984; Maitland & Sammartino, 2015; Nielsen & Nielsen, 2011）。中国情境下的研究进一步验证，海归高管倾向于选择制度成熟的东道国并优化执行过程（宋建波等，2017；杨栋旭和张先锋，2018；周中胜等，2020），海外背景还与企业的社会责任与治理安排相关（董直让等，2021；李心斐等，2020）。然而，现有研究多聚焦高管背景对OFDI决策的单向驱动，对其在“OFDI—风险承担”传导链中的调节作用缺乏系统探讨。在OFDI对企业风险承担影响的研究中，异质性效应是一个关键的维度。首先，东道国的发展阶段与区域差异会改变制度不确定性与宏观波动暴露度（李磊等，2018；Bekaert & Harvey, 2000）。其次，企业产权性质影响风险缓冲与资源获取，国企相对具备政策背书与融资便利。最后，行业竞争强度也会改变企业的风险偏好与策略选择。现有研究表明OFDI通过多个机制路径影响企业的风险承担。OFDI可通过吸收前沿知识增强企业创新能力（Luo & Tung, 2007）；通过海外收入多样化分散单一市场风险，但伴随汇率与政治波动（Kogut & Zander, 1993; Bekaert & Harvey, 2000）；通过资本结构优化缓释财务约束，但跨国经营增加管理复杂性（Rugman, 1981）；通过业务多元化分散风险，但过度多元化可能引致资源错配与治理成本上升（Palich et al., 2000）。综合来看，OFDI既包含“风险分散”也包含“风险叠加”，净效应取决于企业与情境特征（Hitt et al., 2006）。

（二）理论分析与研究假说

1. OFDI 对企业风险承担的直接效应

已有研究指出，OFDI对企业风险承担存在双重效应：一方面，OFDI有助于企业实现地域和业务的多元化，分散经营风险，降低整体风险暴露，即“风险分散效应”。如Rugman（1981）提出，多元化的国际业务布局能够平滑不同市场之间的周期波动，对冲本土市场风险，特别是在行业不景气或区域性政策冲击时展现出稳健性。另一方面，跨国经营不可避免地为企业引入新的不确定性因素，尤其是东道国制

度环境复杂、法律执行不透明、文化差异和宏观经济波动等，这些构成了“风险叠加效应”。在当前阶段，我国大多数OFDI企业尚处于“走出去”的初始阶段，对复杂国际经营环境的适应能力有限。因此，相比于理论上可能带来的风险分散收益，OFDI所引起的新增不确定性和风险敞口在实践中可能占据主导地位。这意味着，OFDI对企业风险承担水平的净效应更可能表现为“提升”而非“降低”。

从企业风险行为本身出发，已有研究强调风险承担并非越高越好，而是存在“最优区间”。Hilary & Hui（2009）指出，企业所处的外部文化环境会系统性地影响其风险偏好，过度风险偏好可能引发财务不稳定；John et al.（2008）则通过治理视角发现，良好的治理有助于推动价值创造型风险承担，但治理缺陷会放大过度风险，损害企业价值；彭程和陈元胜（2025）基于中国上市企业的研究揭示，企业海外投资风险承担与新质生产力呈现显著的倒U型关系，验证了风险承担“阈值效应”的存在。

2. 高管海外背景的调节作用

高管的国际经验被广泛认为能够影响企业在海外投资中的战略选择和风险决策，尤其在不确定性较高的跨国经营环境中。已有研究表明，高管海外背景在OFDI影响企业风险承担的过程中主要发挥以下三个方面的调节作用：（1）决策阶段：具备国际化背景的高管通常在国家风险评估和制度环境识别方面具有更高的认知能力，这有助于企业在OFDI前期规避高风险国家，提升总体投资质量。Nielsen & Nielsen（2011）发现，高管的国际经历提升了其对制度异质性的适应性和判断力，有助于企业降低制度风险暴露。（2）执行阶段：国际背景的管理者更擅长协调多文化团队、调动跨境资源，有助于提升企业全球资源配置效率，缓解因信息不对称、管理制度差异带来的执行障碍（Hambrick & Mason, 1984）。叶劲松等（2024）发现，具有海外背景的高管拥有更强的国际化视野、更容易克服外来者劣势并且在投资决策中能够正向影响企业跨国并购行为。（3）监督阶段：高管的国际经验亦提高了其在不确定环境下的战略调整能力，能够对海外市场变化做出及时反应，降低由市场波动引发的系统性风险。具备国际经验的高管更能有效应对文化差异和市场波动，降低企业在海外市场的系统性风险（Sousa & Tan, 2015; Wei et al., 2025）。

3. 异质性效应的理论解释

OFDI对企业风险承担的影响存在显著的异质性，主要体现在东道国市场多元化、企业所有权属性和市场竞争程度三方面。（1）东道国市场多元化：多元市场战略使企业需同时应对不同制度、文化与政策体系，增加经营复杂性与风险管理难度（Verbeke & Greidanus, 2009）。Qian et al.（2013）指出“国家外来者劣势”和“区域外来者劣势”会进一步提高跨国运营成本和风险暴露。为降低不确定性，企业往往倾向于采取“区域导向”战略（Banalieva & Dhanaraj, 2013）。（2）企业所有权属性：国有企业因享有更强的政策支持与融资便利，面对海外市场风险时具备更强的缓冲能力；相比之下，非国有企业更多依赖市场机制，扩张策略更激进，风险承担更高（Alon et al., 2014）。（3）市场竞争程度：在高度竞争的行业中，企业更

可能采用激进策略以保持市场份额，风险偏好水平更高；而垄断或集中度较高的行业则倾向于稳健型投资（Porter，1980）。图1展示了具体的影响路径。

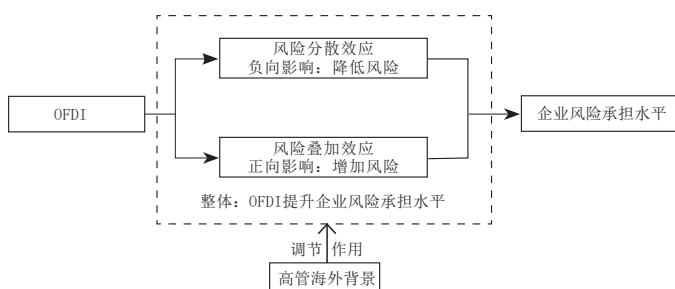


图 1 OFDI 对企业风险承担水平的影响路径

综合以上分析，本文提出待检验假说如下：

假说1：OFDI显著提升企业的风险承担水平。

假说2：高管海外背景负向调节OFDI与企业风险承担的关系。

假说3：OFDI对风险承担的影响因东道国不同发展阶段、企业产权性质与市场竞争环境不同而呈现异质性。

三、研究设计

（一）计量模型

为探讨OFDI行为对企业风险承担水平的影响，本文建立了基准计量模型（1）：

$$Risktake_{it} = \beta_0 + \beta_1 * OFDI_{it} + \beta_2 * Control_{it} + \mu_t + \theta_i + \varepsilon_{it} \quad (1)$$

其中， i 代表企业， t 代表年份， $Risktake_{it}$ 表示企业风险承担水平。 $OFDI_{it}$ 为企业的对外直接投资变量； $Control_{it}$ 表示上市企业的控制变量，包括企业层面及治理层面的相关因素。 μ_t 、 θ_i 分别代表年份、企业的固定效应，用以控制时间及企业个体特性可能对风险承担的潜在影响； ε_{it} 是随机误差项。标准误聚类至企业层面。

为进一步探讨高管海外背景在OFDI对企业风险承担影响中的调节作用，本文在式（1）基础上加入了高管海外背景变量 MOB_{it} 与 $OFDI_{it}$ 的交互项，扩展模型如下：

$$Risktake_{it} = \beta_0 + \beta_1 * MOB_{it} * OFDI_{it} + \beta_2 * MOB_{it} + \beta_3 * OFDI_{it} + \beta_4 * Control_{it} + \mu_t + \theta_i + \varepsilon_{it} \quad (2)$$

式（2）中， MOB_{it} 表示高管海外背景变量，交互项 $MOB_{it} * OFDI_{it}$ 用于捕捉高管海外背景在企业OFDI行为对风险承担影响中的调节效应。

（二）数据来源与说明

1. 企业对外直接投资（OFDI）

OFDI数据来源于Wind数据库及上市公司年报等渠道披露的境外投资信息。本文采用虚拟变量来衡量企业是否开展了OFDI活动：当企业在某一年度存在境外设立或合作经营行为（包括香港、澳门和中国台湾地区）时，变量取值为1，否则为0。该做法考虑了数据的可得性与研究期匹配性：一方面，OFDI金额数据存在时间限制和大量缺失值；另一方面，采用虚拟变量可最大限度保留样本容量，避免遗漏活跃的国际化企业。为提升数据质量，本文在样本筛选时剔除了以下样本：①金融类企业；②

发生借壳和行业变更的上市公司；③关键变量严重缺失企业；④利润率异常样本。最终，研究样本量为34027个，涉及3484家上市公司，行业分布涵盖农林牧渔业、制造业、服务业和采矿业等18个行业。

2. 高管海外背景 (MOB)

本文将上市公司董事、监事及高级管理人员统一视为“高管”群体，并将其海外学习或工作经历作为海外背景定义标准。其中：（1）海外学习背景指具有境外大学本科学历及以上，或在境外科研机构从事访问学者、博士后等经历；（2）海外工作背景指正式在境外企业或机构任职，不包括在境外中资控股或合资企业的经历。在度量上，本文采用0~1虚拟变量表示企业是否存在至少一名具备海外背景的高管团队成员。

3. 企业风险承担 (Risk)

企业风险承担水平衡量了企业未来现金流的不确定性。本文采用基于资产回报率 (ROA) 波动率指标衡量企业风险承担水平，具体计算方法为：（1）以三年为时间窗口，滚动计算每家企业ROA的标准差与极差；（2）进行行业调整处理：制造业按照两位行业代码划分，其余行业保留一级分类，以控制行业异质性与周期性影响；（3）所得风险指标最终乘以100以增强解释直观性。该做法参考了John et al. (2008)、宋建波等 (2017) 文献，并在此基础上增加了风险承担水平的“极差”测度作为补充。

具体而言，在风险承担水平的计算中，为避免行业异质性及行业周期性可能会对企业利润率 (Roa) 产生影响，本文采用式 (3) 的方法对企业利润率的平均值进行行业层面调整，得到的 Roa_{it}^{adj} 即为经行业调整后的企业利润率。由于我国制造业行业的划分比较笼统，该大类下的样本数据量较为庞大，所以本文将其所属行业细化到两位代码，而其他行业则仅保留一位代码。风险承担水平的具体计算方法是：采用年度滚动法，计算企业 i 在时段 $t \sim t+2$ 年中， Roa_{it}^{adj} 的标准差 $Risk1_{it}$ 和极差 $Risk2_{it}$ 。如下所示，由式 (4) 和式 (5) 计算得到的 $Risk1_{it}$ 、 $Risk2_{it}$ ，即为风险承担水平。此外，在不影响变量系数显著性水平的前提下，通过将 $Risk1_{it}$ 、 $Risk2_{it}$ 都乘以100，得到更加直观的回归结果。

$$Roa_{it}^{adj} = Roa_{it} - \frac{1}{N_t} \sum_{i \in \theta_j} Roa_{it} \quad (3)$$

$$Risk1_{it} = \sqrt{\frac{1}{Q-1} \sum_{q=1}^Q \left(Roa_{iq,t}^{adj} - \frac{1}{Q} \sum_{q=1}^Q Roa_{iq,t}^{adj} \right)^2} \quad (4)$$

$$Risk2_{it} = \text{Max} \left(Roa_{iq,t}^{adj} \right) - \text{Min} \left(Roa_{iq,t}^{adj} \right) \quad (5)$$

其中， t 是观测年份， $t \sim t+2$ 是一个观测时段。 q 是观测时段中，按照相应的年份先后排列生成的序数，取值为1、2或3。 Q 是其中最大的年份序数，等于3。

4. 其他重要变量

本文构造了OFDI与高管海外背景的交互项，用于检验高管国际经验如何在OFDI决策中缓解不确定性，进而影响企业整体的风险承担行为。本文选取了以下控制变

量：企业年龄（*Age*）、董事会规模（*Board*）、是否两职合一（*Duality*）、总资产规模（*Asset*）、负债规模（*Liability*）、投入资本回报率（*ROEC*）、董事会会议频次（*Meeting_time*）、前十大股东持股比例（*Top10*）和资产负债比率（*Asset_liability_ratio*）。

（三）数据描述

表1展示了变量的描述性统计结果。

表 1 主要变量的描述性统计

主要变量	观测值	平均值	标准差	最小值	最大值
被解释变量					
<i>Risk1</i>	34,027	3.488	4.545	0.011	44.987
<i>Risk2</i>	34,027	6.590	8.487	0.019	89.161
解释变量					
<i>OFDI</i>	34,027	0.444	0.496	0	1
<i>MOB</i>	34,027	0.633	0.481	0	1
控制变量					
<i>Age</i>	34,027	10.183	7.448	0	31
<i>Board</i>	34,027	8.691	1.464	0	18
<i>Duality</i>	34,027	0.323	0.400	0	1
<i>Asset</i>	34,027	377.955	2216.9	0	73257.7
<i>Liability</i>	34,027	964.067	5191.189	0	174854.7
<i>ROEC</i>	34,027	0.056	1.030	-174.89	21.898
<i>Meeting_time</i>	34,027	9.764	3.119	0	46
<i>Top10</i>	34,027	0.445	0.203	0.100	0.984
<i>Asset_liability_ratio</i>	34,027	0.445	1.095	-0.194	138.377

四、实证结果

（一）基准回归结果

为保证结果的稳健性，在回归中采取逐步加入控制变量和固定效应的方法。表2为式（1）的实证结果，前两列报告了以企业风险承担为被解释变量的回归结果，第（3）、（4）列加入了个体固定效应和年份固定效应，第（5）、（6）列以完整模型的设定检验了对外直接投资对企业风险承担的影响。

考虑不同固定效应的情况下，OFDI的回归系数都显著为正，意味着对外直接投资可以提升企业的风险承担水平，验证了理论分析部分的假说1。本文认为，OFDI增加了企业面临的风险承担，主要由于其导致企业置身于外部政治不稳定、宏观经济波动性、法律合规框架差异、跨文化管理障碍以及市场竞争激烈化等多重不确定性环境中。此外，OFDI涉及资本的跨境流动和资源配置，进而引致汇率波动风险和资本成本上升。同时，技术与知识产权在海外市场的保护问题也是企业需关注的风险因素，这涉及潜在的技术外溢和技术知识产权保护不足的风险。

表 2 基准回归：OFDI 与企业风险承担

变量	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)
	<i>Risk1</i>	<i>Risk2</i>	<i>Risk1</i>	<i>Risk2</i>	<i>Risk1</i>	<i>Risk2</i>
<i>OFDI</i>	0.208*** (4.202)	0.380*** (4.108)	0.336*** (2.693)	0.620*** (2.683)	0.325*** (3.833)	0.599** (2.210)
控制变量	NO	NO	NO	NO	YES	YES
个体固定效应	NO	NO	YES	YES	YES	YES
年份固定效应	NO	NO	YES	YES	YES	YES
样本数量	34027	34027	33773	33773	24847	24847
R ²	0.000	0.000	0.324	0.325	0.348	0.349

注：括号内为标准误，并在企业层面聚类；***、**和*分别表示系数在1%、5%和10%置信水平上显著，下表同。

(二) 调节作用分析

表3展示了实证模型(2)的回归结果,检验高管海外背景对企业OFDI影响风险承担水平的调节作用。 $OFDI_{it}$ 的回归结果均显著为正,表明OFDI行为能提升企业的风险承担水平。交乘项 $MOB_{it} * OFDI_{it}$ 的回归结果显著为负,表明高管海外背景能够调节OFDI对风险承担水平的边际效应,验证了假说2的成立。以上回归结果表明,具备海外经验的高管可以在OFDI风险形成过程中起到“缓冲器”作用:尽管OFDI整体上会增加企业面临的风险,但当企业拥有具有海外经历的高管时,这一风险上升的边际效应将被显著削弱。

这种调节作用可能源于高管在三个层面的能力结构:在决策阶段,具备国际背景的高管能更准确地识别东道国的制度风险与环境不确定性,提升投资决策的前期筛选质量;在执行阶段,他们能够更有效地协调跨文化团队,解决海外运营中可能出现的制度摩擦与文化冲突;而在监督与治理阶段,他们更敏感于海外风险信号,能及时采取控制手段降低潜在损失。因此,在高风险的OFDI环境中,高管海外背景不仅未进一步放大企业风险,反而在边际上起到了稳定和调节作用。然而,在已有研究中,也有学者提出海外背景高管可能提升企业整体风险偏好,如宋建波等(2017)发现,具备海外背景的高管使企业风险承担水平显著提高。

表3 高管海外背景的调节作用

变量	(1)	(2)	(3)	(4)
	<i>Risk1</i>	<i>Risk2</i>	<i>Risk1</i>	<i>Risk2</i>
<i>OFDI</i>	0.510*** (3.289)	0.934*** (3.238)	0.488*** (2.757)	0.894*** (2.718)
<i>MOB</i>	0.177 (1.302)	0.338 (1.329)	0.186 (1.123)	0.359 (1.164)
<i>MOB*OFDI</i>	-0.334** (-2.075)	-0.602** (-2.009)	-0.328* (-1.725)	-0.593* (-1.676)
控制变量	NO	NO	YES	YES
个体固定效应	YES	YES	YES	YES
年份固定效应	YES	YES	YES	YES
样本数量	33773	33773	24847	24847
R^2	0.324	0.325	0.348	0.349

从理论视角看,本文认为两项发现具有互补性。高管的海外背景一方面意味着更高的战略进取性与风险承受能力,可能提升企业的基准风险水平;但另一方面,也赋予他们更强的跨文化管理能力和制度适应能力,从而在面临OFDI带来的不确定性时,能够更有效地识别、管理和控制相关风险。换言之,海外背景高管可能“敢于走出去,也更能管得住”。这种进取性与稳健性的双重特征,有助于构建一个更为完整的理解框架,即高风险容忍力与国际经验共同决定了海外高管在企业国际化过程中的风险治理角色。

(三) 稳健性检验

本文的潜在内生性主要来自反向因果关系:一方面,OFDI可能通过分散投资组合、拓展市场、获取资源与技术等途径影响企业的风险承担;另一方面,企业也可能基于自身的风险承担水平优化全球资源配置,从而决定OFDI行为,即风险承担既可能是结果,也可能是OFDI增加的原因。为缓解内生性偏误,本文构建了同行业其他企业同年OFDI行为作为工具变量。一方面,该变量受宏观环境、行业趋势及政策等外生因素驱动,难以直接影响单一企业风险承担,满足外生性要求;另一方面,其可通过示范效应、竞争

压力或资源争夺影响企业自身OFDI决策，具备相关性。两阶段回归结果见表4。第一阶段中，*IV_Ratio*与OFDI显著正相关；第二阶段中，OFDI对风险承担的影响依然显著为正，与主回归结果一致。

进一步地，本文分别在有海外背景高管的子样本（*mob*=1）和无海外背景高管的子样本（*mob*=0）中进行回归。结果表明（表5），OFDI对企业风险承担的影响在不同子样本中存在显著差异。在有海外背景高管的子样本中，OFDI对*Risk1*和*Risk2*的系数分别为3.34和6.92，且*Risk2*的系数在1%水平显著；而在不具备海外背景高管的子样本中，OFDI对*Risk1*和*Risk2*的系数分别为6.96和11.96（*p*<0.05），显著高于*mob*=1组，说明高管海外背景可缓解OFDI带来的风险提升。两组回归均通过Kleibergen–Paap LM和Cragg–Donald F检验，验证工具变量的有效性。虽然Hansen J检验*p*值为0.000，但因模型为“一个内生变量对应一个工具变量”，不影响识别有效性。

此外，本文通过多种稳健性检验验证结果的可靠性（表6）：（1）调整风险计算窗口期（*t*-2至*t*→*t*-1至*t*+1），OFDI系数仍在1%水平显著为正（第（1）、（2）列）；（2）剔除目的地为香港和澳门的OFDI样本，结果依然显著（第（3）、（4）列）；（3）在控制个体与年份固定效应的基础上，引入行业*年份双重固定效应，结论保持一致（第（5）、（6）列）。

表 6 稳健性检验：基准回归

变量	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)
	更换窗口期		删除香港、澳门样本		提升固定效应强度	
	<i>Risk1</i>	<i>Risk2</i>	<i>Risk1</i>	<i>Risk2</i>	<i>Risk1</i>	<i>Risk2</i>
<i>OFDI</i>	0.689*** (4.912)	1.305*** (4.995)	0.058* (1.949)	0.108* (1.922)	0.281*** (4.602)	0.508*** (4.452)
控制变量	YES	YES	YES	YES	YES	YES
个体固定效应	YES	YES	YES	YES	YES	YES
年份固定效应	YES	YES	YES	YES	YES	YES
行业*年份固定效应	NO	NO	NO	NO	YES	YES
样本数量	22956	22956	14157	14157	24847	24847
<i>R</i> ²	0.369	0.370	0.359	0.364	0.384	0.385

表 4 OFDI Ratio 工具变量两阶段回归结果

变量	(1)	(2)	(3)
	<i>OFDI</i>	<i>Risk1</i>	<i>Risk2</i>
<i>IV_Ratio</i>	0.268*** (5.289)		
<i>OFDI</i>		9.348*** (3.177)	17.400*** (3.158)
控制变量	YES	YES	YES
个体固定效应	YES	YES	YES
年份固定效应	YES	YES	YES
样本数量	24847	24847	24847
<i>R</i> ²	0.626	-	-
K-P LM检验	29.560		
C-D F值	104.036		
Hansen J检验	0.000		

表 5 OFDI Ratio 工具变量的分组回归结果

变量	(1)	(2)	(3)	(4)
	<i>Risk1</i>	<i>Risk2</i>	<i>Risk1</i>	<i>Risk2</i>
分组	<i>mob</i> =1	<i>mob</i> =1	<i>mob</i> =0	<i>mob</i> =0
<i>OFDI</i>	3.34* (1.72)	6.92** (3.22)	6.96** (2.92)	11.96** (5.33)
控制变量	YES	YES	YES	YES
个体固定效应	YES	YES	YES	YES
年份固定效应	YES	YES	YES	YES
样本数量	13407	13407	11440	11440
<i>R</i> ²	-	-	-	-
K-P LM检验	404.40		356.02	
C-D F值	1953.23		1565.85	
Hansen J检验	0.000		0.000	

为进一步检验调节效应稳健性,本文以海外高管人数与海外高管比例替代原虚拟变量。结果显示,交互项 $MOB*OFDI$ 在 $Risk1$ 和 $Risk2$ 下均为负,且在10%、5%或1%水平显著(表7),说明海外高管比例越高,OFDI对风险承担的正向影响越弱。替代变量回归与主回归结论一致。

表7 稳健性检验:调节效应

变量	(1)	(2)	(3)	(4)
	海外高管人数		海外高管比例	
	$Risk1$	$Risk2$	$Risk1$	$Risk2$
$OFDI$	0.425*** (4.300)	0.790*** (4.289)	0.459*** (4.623)	0.854*** (4.619)
MOB	0.094 (1.613)	0.188* (1.743)	0.699 (1.434)	1.423 (1.567)
$MOB*OFDI$	-1.073* (-1.950)	-2.040** (-1.990)	-0.172*** (-2.638)	-0.326*** (-2.693)
控制变量	YES	YES	YES	YES
个体固定效应	YES	YES	YES	YES
年份固定效应	YES	YES	YES	YES
样本数量	24420	24420	24659	24659
R^2	0.349	0.350	0.349	0.350

五、异质性与机制分析

(一) 依据 OFDI 东道国市场多元程度

在国际投资研究中,东道国市场的结构特征是决定企业风险暴露水平的关键因素。本文从市场多元化程度视角,将企业OFDI路径细分为三类:“仅面向发达国家”“仅面向发展中国家”以及“同时面向两者”。其中,同时面向发达与发展中国家的投资路径被界定为“多元市场”战略,这类企业需同时面对差异化的制度体系、文化语境与政策环境,因此其经营复杂性和风险管理难度显著高于单一市场模式。

实证结果显示(表8),若企业仅将OFDI投向发达国家,则对风险承担的影响并不显著(第(1)、(2)列)。这可能反映出发达国家稳定的法律和经济制度为企业提供了一定的“风险缓冲”;当企业OFDI集中于发展中国家时,则显著提高了风险承担水平(第(3)、(4)列)。发展中经济体制度不完善、政策波动性大以及法律执行力不足等因素共同导致企业面临更高的不确定性,迫使企业承受更大的运营风险。这一发现与相关研究结果一致(Cuervo-Cazurra, 2006);面向多元市场进行OFDI的企业风险承担系数虽为正(第(5)、(6)列),但数值低于仅投资发展中国家的企业,且显著性水平较弱。这表明,市场多元化在一定程度上缓解了单一市场带来的风险集中效应,但其风险分散作用并不显著。

表8 异质性分析—区分 OFDI 东道国市场多元程度(基准回归)

变量	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)
	仅发达国家		仅发展中国家		两者均有	
	$Risk1$	$Risk2$	$Risk1$	$Risk2$	$Risk1$	$Risk2$
$OFDI$	-0.241 (-0.992)	-0.458 (-1.029)	0.614** (2.508)	1.133** (2.510)	0.501* (1.792)	0.938* (1.806)
控制变量	YES	YES	YES	YES	YES	YES
个体固定效应	YES	YES	YES	YES	YES	YES
年份固定效应	YES	YES	YES	YES	YES	YES
样本数量	7385	7385	7542	7542	9555	9555
R^2	0.362	0.362	0.359	0.364	0.383	0.384

进一步考察高管海外背景在OFDI与企业风险承担之间的调节效应。表9显示，该调节效应具有显著的情境依赖性：对于面向多元市场的OFDI企业，高管海外背景在两个风险指标上均表现出显著负向调节效应（第（5）、（6）列），即在复杂多变的国际市场结构中，海外背景管理者能有效运用其国际网络与经验缓释系统性风险；然而在单一市场中，高管海外背景的调节效应均不显著（第（1）~（4）列）。这可能是因为在较为稳定或极度波动的市场环境中，企业面临的风险来源较为单一，高管的国际经验未必能够有效转化为可见的风险缓解工具。

表 9 异质性分析—区分 OFDI 东道国市场多元程度（调节效应）

变量	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)
	仅发达国家		仅发展中国家		两者均有	
	<i>Risk1</i>	<i>Risk2</i>	<i>Risk1</i>	<i>Risk2</i>	<i>Risk1</i>	<i>Risk2</i>
<i>OFDI</i>	-0.260 (-0.926)	-0.511 (-0.982)	0.768** (2.553)	1.414** (2.536)	0.924*** (2.977)	1.710*** (2.963)
<i>MOB*OFDI</i>	0.025 (0.078)	0.082 (0.140)	-0.334 (-0.998)	-0.610 (-0.979)	-0.757** (-2.505)	-1.386** (-2.461)
控制变量	YES	YES	YES	YES	YES	YES
个体固定效应	YES	YES	YES	YES	YES	YES
年份固定效应	YES	YES	YES	YES	YES	YES
样本数量	7385	7385	7542	7542	9555	9555
R^2	0.362	0.362	0.359	0.364	0.384	0.385

基于东道国市场多元程度的异质性分析，可以进行关于OFDI如何影响企业风险承担，以及高管海外背景如何发挥调节作用的机制探讨。企业开展OFDI往往意味着其将资源配置于多个东道国市场，这种跨国扩张行为在提升企业全球布局的同时，也显著改变了其面临的风险结构。相较于在单一市场运营，多元市场战略使企业同时暴露于多个国家的制度环境、政治体系与经济周期中，增加了管理协调难度与制度适应成本（Qian et al., 2013）。这一复杂性不仅提高了企业经营的不确定性，还放大了由政策波动、法律冲突、文化摩擦引发的系统性风险。因此，即使OFDI本身具有分散单一市场风险的潜力，过度市场多元化仍可能使企业整体风险承担水平上升，特别是在东道国组合差异性较大时（Delios & Henisz, 2003）。

在此背景下，高管的海外经验成为企业缓释多元市场风险的关键人力资本。具有海外背景的高管更熟悉国际环境中的制度逻辑与文化规范，具备跨市场资源整合、应急决策与战略配置的能力。他们能够帮助企业识别不同市场中的制度异质性与政策风险，制定更具弹性和适应性的战略响应机制。因此，在企业OFDI布局趋于多元化时，高管的国际经验对风险治理的边际效应增强，表现为对OFDI与风险承担关系的负向调节作用。换言之，海外背景高管越能有效发挥“跨国协调者”角色，企业因OFDI而增加的风险承担水平就越可能被压缩，从而实现更优的国际化风险管控。

（二）依据企业产权性质

不同产权性质的企业在国际化过程中面临的挑战和风险存在显著差异。高管海外背景作为一种关键的人力资本资源，被认为能够在应对国际市场复杂性和不确定性中

发挥重要作用。因此,考察OFDI对不同产权性质企业的风险承担影响及高管海外背景的调节效应,不仅具有理论价值,也为企业优化国际化战略提供实践指导。

表10第(1)、(2)列显示,OFDI对国有企业风险承担影响不显著,表明其依托资源和政策优势,能够有效应对国际市场不确定性,保持风险管理稳定。相比之下,第(3)、(4)列显示,OFDI显著提高了非国有企业的风险承担水平,反映出其在资源受限和不确定性更高的国际环境中,面临更大的风险暴露。

表 10 异质性分析—区分企业产权特点与市场集中度(基准回归)

变量	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)	(7)	(8)
	国有企业		非国有企业		高度集中市场		非高度集中市场	
	<i>Risk1</i>	<i>Risk2</i>	<i>Risk1</i>	<i>Risk2</i>	<i>Risk1</i>	<i>Risk2</i>	<i>Risk1</i>	<i>Risk2</i>
<i>OFDI</i>	0.031 (0.078)	0.020 (0.027)	0.333** (2.075)	0.620** (2.090)	0.712** (2.278)	1.333** (2.320)	0.240 (1.625)	0.445 (1.618)
控制变量	YES	YES	YES	YES	YES	YES	YES	YES
个体固定效应	YES	YES	YES	YES	YES	YES	YES	YES
年份固定效应	YES	YES	YES	YES	YES	YES	YES	YES
样本数量	2799	2799	21695	21695	6043	6043	18630	18630
R^2	0.446	0.449	0.351	0.352	0.436	0.438	0.378	0.379

表11考察了高管海外背景对OFDI与企业风险承担关系的调节作用。第(1)~(4)列的结果显示,在非国有企业中,高管海外背景对OFDI与风险承担关系的调节作用显著。这一结果表明,在缺乏制度保障和资源支持的非国有企业中,高管的国际经验、外部人脉以及文化适应能力成为其有效识别和管理海外风险的重要补充资源,增强了企业在不确定环境下的风险韧性,能够有效降低非国有企业在OFDI中的风险承担。在国有企业中,高管海外背景对OFDI与风险承担关系的调节作用不显著,可能是由于国有企业在国际市场中的风险管理能力较强,以及高管个人背景在战略执行中的边际影响较弱,使其调节能力难以显著转化为企业层面的风险控制效果。

表 11 异质性分析—区分企业产权特点与市场集中度(调节效应)

变量	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)	(7)	(8)
	国有企业		非国有企业		高度集中市场		非高度集中市场	
	<i>Risk1</i>	<i>Risk2</i>	<i>Risk1</i>	<i>Risk2</i>	<i>Risk1</i>	<i>Risk2</i>	<i>Risk1</i>	<i>Risk2</i>
<i>OFDI</i>	-0.132 (-0.338)	-0.267 (-0.367)	0.544*** (2.759)	1.000*** (2.731)	0.869** (2.549)	1.615** (2.566)	0.368** (1.996)	0.669* (1.947)
<i>MOB*OFDI</i>	0.338 (1.034)	0.595 (0.961)	-0.416** (-1.996)	-0.750* (-1.934)	-0.327 (-0.859)	-0.592 (-0.837)	-0.258 (-1.216)	-0.451 (-1.145)
控制变量	YES	YES	YES	YES	YES	YES	YES	YES
个体固定效应	YES	YES	YES	YES	YES	YES	YES	YES
年份固定效应	YES	YES	YES	YES	YES	YES	YES	YES
样本数量	2799	2799	21695	21695	6043	6043	18630	18630
R^2	0.446	0.449	0.351	0.353	0.436	0.438	0.378	0.379

基于企业产权性质的异质性分析,可以进一步开展关于OFDI如何影响企业风险承担,以及高管海外背景如何发挥调节作用的机制探讨。OFDI引致风险承担上升的程度受到企业所有权结构的深刻影响。对于国有企业而言,拥有政策性贷款、海外谈

判协助等国家提供的资源配置保障与对冲机制，在一定程度上降低其面临外部冲击时的财务敏感性，使其即使开展跨国投资，风险上升也不显著。相比之下，非国有企业需自担盈亏、面临更强的市场化竞争压力，其OFDI行为往往意味着更大的资源配置与成本负担，面对外部环境变化时更易产生财务与运营风险，从而表现出显著的风险承担上升。

高管海外背景的风险调节效应亦受到企业内部治理结构的影响。在非国有企业中，高管的职业晋升路径、激励约束机制以及对绩效的敏感性更强，其国际经验更有可能转化为战略性风险控制能力。而在国有企业中，高管的管理权限、激励机制与市场导向型企业存在一定差异。这可能使得即便高管具备海外经验，其在应对跨国经营复杂性时的专业能力未必能充分转化为风险调节效应。因此，相较于非国有企业，海外背景高管在国企中的调节作用呈现出相对不显著的特征。

（三）依据所在市场竞争情况

市场集中度是影响企业竞争行为和市场结构的重要因素。高度集中市场通常由少数大型企业主导，通过价格和产量策略影响市场，其余企业面临更大的生存压力；在分散型市场，激烈竞争削弱了单一企业的市场力量，使市场更趋于均衡与开放。不同竞争格局将深刻影响企业国际化过程中的风险暴露与挑战，因此研究OFDI在不同市场竞争环境下对企业风险承担的作用具有重要意义。同时，高管海外背景作为关键人力资本，可能通过塑造企业国际化战略与风险管理决策，对上述关系产生调节效应。

本文采用赫芬达尔—赫希曼指数（HHI）衡量市场集中度，并将 $HHI \geq 0.25$ 定义为高度集中市场，而 $HHI < 0.25$ 定义为非高度集中市场。表10（5）~（8）列显示，在高度集中市场中，OFDI对两个风险指标均呈显著正向影响（第（5）、（6）列），表明企业在主导型竞争结构中开展海外扩张更易增加风险。这可能源于企业在面临强势对手主导的本土市场中，出于寻求生存空间或规避激烈竞争的动机而选择国际化路径，但海外投资行为反而放大了其资源配置压力与管理难度。在非高度集中市场中，OFDI对企业风险承担的影响尽管为正，但未达到显著水平，表明在竞争较为分散和开放的市场环境中，企业具有更多策略弹性，其国际化行为所引致的风险增量相对较低。

表11（5）~（8）列进一步检验高管海外背景的调节作用。结果显示，无论市场集中度高低，高管海外背景均未显著影响OFDI与风险承担的关系。这表明市场结构决定的竞争压力具有外生性和强约束性，即便企业高管具备丰富国际化经验，也难以突破高度集中市场的退出壁垒与资源垄断，调节空间受限。

机制分析进一步揭示，在高度集中市场中，企业往往因市场准入障碍高、资源分布不均、价格控制能力弱，被迫通过OFDI寻求生存机会。这类OFDI往往呈现短期化、投机化特征，缺乏长期战略规划与资源支持，导致经营不确定性进一步放大。此时，企业风险不仅源于跨国经营本身，更来自本土市场竞争挤出效应引发的能力失衡

和应激式决策。虽然高管海外背景通常被视为企业管理外部风险的重要人力资本，但在高度集中市场下，其战略作用受限：一方面，国际化路径选择空间狭窄，高管难以充分发挥决策优势；另一方面，结构性壁垒抑制了基于经验的风险治理方案的有效实施。因此，高管调节效应在集中市场中难以体现。在非集中市场中，尽管战略弹性更大，但因OFDI本身对风险提升有限，高管的边际调节作用仍不显著。

综合东道国市场多元化、企业产权性质及市场集中度三方面的异质性分析发现，OFDI对企业风险承担的影响具有显著情境依赖性。在多元市场、非国有企业和高度集中市场中，OFDI显著提高企业风险承担。同时，高管海外背景在部分情境中具有调节作用，尤其在制度差异显著的多元市场表现突出。整体而言，OFDI对企业风险的作用并非单向，而是由外部市场结构与内部治理特征共同塑造。

六、结论与启示

本文系统研究了OFDI对企业风险承担的影响及其内在机制，并探讨了高管海外背景的调节效应。主要结论如下：（1）OFDI显著提升了企业的风险承担水平，高管海外背景在此过程中起到了调节作用，能够有效缓解OFDI带来的风险提升效应。

（2）异质性分析表明，东道国特质、企业性质和行业市场集中度对OFDI与企业风险承担的关系有显著影响；同时，高管海外背景的调节作用在部分情境中表现出显著性。（3）OFDI对企业风险承担的影响机制以及高管海外背景在其中的调节机制受到外部环境结构与内部治理特征的共同塑造。

基于上述结论，本文提出以下政策建议，为企业风险管理和政府政策制定提供参考：（1）优化企业国际化支持体系，加强高管国际化能力建设。政府应积极支持企业通过OFDI获取国际市场资源，同时注重提升企业高管的国际化能力。可通过专项培训和国际交流计划，增强高管的国际经验，从而提升企业在国际市场中的风险应对能力。（2）强化对企业跨国投资的风险监管。政府需加强对企业OFDI风险的监测和管理，特别是在高风险东道国或高市场集中度环境下，通过政策工具为企业提供风险对冲和防控支持，避免系统性风险的发生。（3）推动企业多元化发展，优化资源配置。政策制定者应引导企业通过多元化战略分散单一市场风险，同时通过金融市场改革和资本支持，为企业提供多样化的融资渠道，降低企业国际化过程中可能面临的财务压力和资本约束。

参考文献

- [1] 董直让,余官胜,吴琦琦.高管海外背景能否提升海外子公司经营绩效?——基于上市公司样本的实证研究[J].武汉金融,2021(8):62-70.
- [2] 葛顺奇,陈江滢.中国企业对外直接投资面对疫情危机新挑战[J].国际经济合作,2020(4):21-36.
- [3] 李磊,冼国明,包群.“引进来”是否促进了“走出去”?——外商投资对中国企业对外直接投资的影响[J].经济研究,2018(3):142-156.
- [4] 李磊,张波,刘彤等.外商直接投资对中国企业OFDI的溢出效应研究[J].国际商务研究,2018(8):78-93.
- [5] 李心斐,程宝栋,许恒,等.高管“海归”背景有助于企业社会责任履行吗?——基于A股上市公司的经验数据[J].经济管理,2020(11):56-72.

- [6] 毛其淋,许家云.政府补贴、异质性与企业风险承担[J].经济学(季刊),2016(4):1533-1556.
- [7] 吕越,赵雪,吴丹等.“一带一路倡议”对中国企业绿地投资国际化扩张的推动作用[J].经济研究,2019(6):112-124.
- [8] 彭程,陈元胜.企业海外投资风险承担与新质生产力发展[J].广东财经大学学报,2025(1):61-76.
- [9] 宋建波,文雯,王德宏.海归高管能促进企业风险承担吗——来自中国A股上市公司的经验证据[J].财贸经济,2017(12):111-126.
- [10] 杨栋旭,张先锋.管理者异质性与企业对外直接投资——基于中国A股上市公司的实证研究[J].国际贸易问题,2018(10):162-174.
- [11] 叶劲松,庞仕平,钟昌标.高管海外背景与企业跨国并购行为:来自中国的经验证据[J].世界经济研究,2024(7):91-105+135-136.
- [12] 周中胜,贺超,韩燕兰.高管海外经历与企业并购绩效:基于“海归”高管跨文化整合优势的视角[J].会计研究,2020(8):64-76.
- [13] Alon, I., Y. Wang, J. Shen, et al., “Chinese State-owned Enterprises Go Global” , *Journal of Business Strategy*, 2014, 35(6):3-18.
- [14] Banalieva, E. R., and C. Dhanaraj, “Home-region Orientation in International Expansion Strategies” , *Journal of International Business Studies*, 2013, 44(2):89-116.
- [15] Bekaert, G., and C. R. Harvey, “Foreign Speculators and Emerging Equity Markets” , *Journal of Finance*, 2000, 55(2):565-613.
- [16] Biddle, G. C., G. Hilary, and R. S. Verdi, “How Does Financial Reporting Quality Relate to Investment Efficiency?” , *Journal of Accounting and Economics*, 2009, 48(2-3):112-131.
- [17] Carpenter, M. A., W. G. Sanders, and H. B. Gregersen, “Bundling Human Capital with Organizational Context: The Impact of International Assignment Experience on Multinational Firm Performance and CEO Pay” , *Academy of Management Journal*, 2001, 44(3):493-511.
- [18] Cuervo-Cazurra, A., “Who Cares about Corruption?” , *Journal of International Business Studies*, 2006, 37(6):807-822.
- [19] Delios, A., and W. J. Henisz, “Political Hazards, Experience, and Sequential Entry Strategies: The International Expansion of Japanese Firms, 1980-1998” , *Strategic Management Journal*, 2003, 24(11):1153-1164.
- [20] Georgakakis, D., M. L. M. Heyden, J. D. R. Oehmichen, et al., “Four Decades of CEO-TMT Interface Research: A Review Inspired by Role Theory” , *The Leadership Quarterly*, 2019, 33(3): 101354.
- [21] Hambrick, D. C., and P. A. Mason, “Upper Echelons: The Organization as a Reflection of Its Top Managers” , *Academy of Management Review*, 1984, 9(2):193-206.
- [22] Hilary, G., and K. W. Hui, “Does Religion Matter in Corporate Decision Making in America?” , *Journal of Financial Economics*, 2009, 93(3):455-473.
- [23] Hitt, M. A., R. E. Hoskisson, and H. Kim, “International Diversification: Effects on Innovation and Firm Performance in Product-diversified Firms” , *Academy of Management Journal*, 2006, 49(3):679-692.
- [24] John, K., L. Litov, and B. Yeung, “Corporate Governance and Risk-taking” , *Journal of Finance*, 2008, 63(4):1679-1728.
- [25] Kogut, B., and U. Zander, “Knowledge of the Firm and the Evolutionary Theory of the Multinational Corporation” , *Journal of International Business Studies*, 1993, 24(4):625-645.
- [26] Luo, Y., and R. L. Tung, “International Expansion of Emerging Market Enterprises: A Springboard Perspective” , *Journal of International Business Studies*, 2007, 38(4):481-498.
- [27] Maitland, E., and A. Sammartino, “Managerial Cognition and Internationalization” , *Journal of International Business Studies*, 2015, 46(7):733-760.
- [28] Nielsen, B. B., and S. Nielsen, “The Role of Top Management Team International Orientation in International Strategic Decision-making” , *Journal of World Business*, 2011, 46(2):185-193.
- [29] Palich, L. E., L. B. Cardinal, and C. C. Miller, “Curvilinearity in the Diversification-performance Linkage:

- An Examination of Over Three Decades of Research” , *Strategic Management Journal*, 2000, 21(2):155–174.
- [30] Porter, M. E., *Competitive Strategy: Techniques for Analyzing Industries and Competitors*, New York: Free Press, 1980.
- [31] Qian, G., L. Li, and A. M. Rugman, “Liability of Country Foreignness and Liability of Regional Foreignness: Their Effects on Geographic Diversification and Firm Performance” , *Journal of International Business Studies*, 2013, 44(6):635–647.
- [32] Rugman, A. M., *Inside the Multinationals: The Economics of Internal Markets*, New York: Columbia University Press, 1981.
- [33] Shleifer, A., and R. W. Vishny, “Unstable Banking” , *Journal of Financial Economics*, 2010, 97(3):306–318.
- [34] Sousa, C. M. P., and Q. Tan, “Exit from a Foreign Market: Do Poor Performance, Strategic Fit, Cultural Distance, and International Experience Matter?” , *Journal of International Marketing*, 2015, 23(4):84–104.
- [35] Verbeke, A., and N. S. Greidanus, “The End of the Opportunism vs Trust Debate: Bounded Reliability as a New Envelope Concept in Research on MNE Governance” , *Journal of International Business Studies*, 2009, 40(9):1471–1495.
- [36] Wei, D., C. Luo, and J. Lu, “CEOs with a Financial Background and Corporate Risk-taking” , *Journal of International Financial Management & Accounting*, 2025, 36(1):266–291.

【作者简介】赵晓彤：中山大学高级金融研究院博士生，广东金融学院国际教育学院教师。研究方向：国家金融学与国际经济学。

赵成林（通信作者）：中山大学国际金融学院博士生。研究方向：国际经济学与区域经济学。

黄新飞：中山大学国际金融学院院长，高级金融研究院执行院长，教授，博士生导师。研究方向：国际经济学。

Corporate Outward Investment and Risk-taking: A Study Based on Executives' Overseas Background

ZHAO Xiao-tong^{1,2}, ZHAO Cheng-lin³ & HUANG Xin-fei^{1,3}

(1. Advanced Institute of Finance, Sun Yat-sen University, Guangzhou 510275, China; 2. School of International Program, Guangdong University of Finance, Guangzhou 510521, China; 3. International School of Business & Finance, Sun Yat-sen University, Zhuhai 519082, Guangdong, China)

Abstract: Executives' overseas experience, as a key factor influencing corporate investment decisions and risk-taking, has become a prominent topic in international economics. Using a manually matched micro-level dataset on outward foreign direct investment (OFDI) and executive backgrounds, this study examines Chinese non-financial A-share listed firms from 2008 to 2021 to investigate the impact and mechanisms of OFDI on corporate risk-taking, as well as the moderating role of executives' foreign experience. The results show that: (1) OFDI significantly increases firms' risk-taking, while foreign-experienced executives significantly weaken this effect. (2) The impact of OFDI varies by host country development level, firm ownership, and market competition. (3) Multidimensional heterogeneity analysis reveals the mechanisms through which OFDI influences risk-taking and clarifies the contextual boundaries of executive moderation. This study enriches the literature on international investment and corporate risk, offering managerial insights for firms navigating globalization.

Keywords: outward foreign direct investment (OFDI); executives' overseas experience; corporate risk-taking

（责任编辑：任思雨）