

# 两权分离度对中国企业海外进入模式选择的非线性影响

• 吴先明 徐 婧

(武汉大学经济与管理学院 武汉 430072)

**【摘要】**实际控制人的战略行为对企业国际化战略有重大影响。本文以此为切入点,利用 2008—2021 年发生过对外直接投资的沪深两市 A 股上市公司为研究对象,从掏空与支持理论视角探讨了两权分离度对中国企业海外进入模式选择的影响。研究结果显示:两权分离度与进入模式选择之间呈现 U 形关系,即当两权分离程度较小时,支持效应的减弱占据主导地位,实际控制人倾向于选择合资模式;当两权分离超过一定程度后,掏空效应的增加占据主导地位,实际控制人倾向于选择独资模式。薄弱的制度环境为实际控制人掏空企业创造了条件,也抑制了实际控制人支持企业的意愿,故东道国制度风险越高,两权分离度与进入模式选择之间的 U 形关系越陡峭;独立董事对实际控制人的掏空行为具有监督效应,同时也会激励实际控制人支持企业的长期发展,因此董事会独立性越强,两权分离度与进入模式选择之间的 U 形关系越平坦。本文为理解新兴市场企业海外进入模式选择提供了新的理论视角,为政府有效监管实际控制人战略行为提供了一定的理论依据。

**【关键词】**两权分离度 进入模式选择 东道国制度风险 董事会独立性 实际控制人  
中图分类号: F272 文献标识码: A

## 1. 引言

中国政府先后出台了多项政策鼓励中国企业“走出去”到海外投资。海外投资为中国企业的快速发展和产业链升级带来了机遇。进入模式选择作为企业进行海外投资面临的首要问题一直备受学者们的关注。

现有研究主要是从交易成本理论和制度理论视角来探究新兴市场企业海外进入模式选择 (Dong et al., 2023; Jain et al., 2024; Li et al., 2022)。交易成本理论认为企业选择何种进入模式会受到因

监控、谈判和执行等产生的交易成本影响,强调交易成本的最小化,即企业倾向于选择交易成本最小的模式进入东道国以期实现利益的最大化 (Li et al., 2022);制度理论关注东道国制度环境以及母国与东道国之间的制度差异,强调适应制度规制以获得合法性,并认为合法性获取是企业选择进入模式的前提条件。这些理论关注了交易成本最小化和合法性的获取,却忽视了无论是依据交易成本最小化还是依据合法性获取难易程度来选择进入模式,都是由企业战略决策所决定的。战略决策是由决策者的意识、动机和能力驱动的 (Yi et al., 2021),集中体现了企业内部各利益集团之间的利益博弈。在中国,企业股权集中度普遍较高,战略决策通常由实际控制人主导 (宋渊洋和李元旭, 2010)。因此,企业选择何种进入模式会受到实际控制人战略行为的影响,反映了实际控制人的利益和需求,然而鲜少有文献关注到这一点。

支持行为和掏空行为是实际控制人在企业经营和治理中采取的两种截然相反的战略行为 (Friedman et al., 2003; Peng et al., 2011),也是近年来社会各界广泛讨论的行动议题。中国政府先后发布了多项政策来引导和规范实际控制人的行为,如在 2020 年《国务院关于进一步提高上市公司质量的意见》中明确规定严禁实际控制人以任何方式侵占上市公司利益。现有文献证实,实际控制人作为经济人,无论选择支持企业还是掏空企业都是权衡利弊后的结果,很大程度上取决于实际控制人拥有的控制权与所有权之间分离的程度 (Caixe et al., 2019; Tong et al., 2025)。一般来说,两权分离程度越大,企业从上市公司转移资产和利润掏空上市公司的动机越强烈,反之,实际控制人越有可能利用自己的私人资源支持企业的发展 (吴国鼎, 2019; Li et al., 2020)。为此,本文推测两权分离度与企业海外进入模式选择存在一定的内在联系。

为了检验这一推测,本文从掏空理论和支持理论的视角出发探讨了两权分离度对企业海外进入模式选择的影响,并将其置于东道国制度风险和董事会独立性的内外部情境因素中进行了进一步讨论。因为 Yi 等 (2021) 指出新兴市场企业作为全球市场的后来者,在研究其国际化决策时应综合考虑公司治理结构和外部环境的影响。东道国制度风险作为外部环境,较低时会抑制实际控制人的掏空行为,较高时会为实际控制人掏空企业提供隐蔽环境;而独立董事作为公司治理结构的重要组成部分,被期望代表中小股东的利益,会对实际控制人的战略行为起到监督作用 (Su et al., 2015; Cheng et al., 2022)。本文的探讨将有助于深刻理解两权分离度与企业海外进入模式选择之间的内在联系,从而为在对外投资中更好地引导和约束实际控制人的战略行为提供有力依据。

事实上,两权分离度对企业国际化战略的影响已经引起了一部分学者的注意。现有研究认为拥有决策控制权的实际控制人更倾向于采取国际化战略 (宋渊洋和李元旭, 2010),而潘镇等 (2021) 则认为较高的两权分离度会加重企业的融资成本从而不利于企业采取国际化战略。家族企业的跨国并购具有强烈的掏空动机,两权分离程度越高,实施跨国并购的可能性越大 (孙轻宇等, 2022)。上述文献主要侧重于讨论企业是否采取国际化战略以及是否进行海外并购,没有涉及对进入模式选择问题的讨论。

本文的研究可能存在以下几个方面的贡献:

第一,本文拓展了关于两权分离度经济后果的相关研究。现有文献关注了两权分离度对企业国际化及海外并购概率的影响 (潘镇等, 2021; 孙轻宇等, 2022),却没有进一步探讨其如何影响企业海外进入模式选择。本文通过探讨两权分离度与进入模式选择之间的关系,将两权分离度的经济后

果延伸到具体的国际化战略上, 弥补了现有文献研究的不足。

第二, 现有文献多从制度理论和交易成本理论等视角研究新兴市场企业海外进入模式选择, 而本文从掏空与支持理论出发为研究海外进入模式提供了新的研究视角。

第三, 本研究强调两权分离度对进入模式选择的影响中既存在掏空效应也存在支持效应, 并探索了组织内外部情境因素对两者之间关系的影响。本文的研究结论揭示了两权分离度与进入模式之间关系的复杂性, 使我们对企业海外进入模式选择背后实际控制人复杂的动机有了更深刻的理解。

## 2. 文献综述与理论假说

### 2.1 文献综述

实际控制人位于控制链顶层, 通过金字塔、交叉持股和双重持股等股权制度安排强化自身控制权, 实现以较少的所有权直接或间接控制目标公司。这种股权制度安排导致了两权分离, 即实际控制人控制权与所有权之间的分离。其中, 控制权又称为投票权, 拥有控制权的实际控制人可以通过投票权支配公司的资源、影响公司的经营决策, 也可以通过委派董事或影响董事提名来参与公司治理。所有权又称为现金流权, 是实际控制人根据所持股份享有的利润分配权。

两权分离度加剧了实际控制人与中小股东之间的利益冲突, 为实际控制人攫取控制权私利、侵害中小股东利益从而掏空企业创造了空间 (Friedman et al., 2003; Richardson et al., 2016)。实际控制人的掏空行为对企业的长期可持续发展造成了不良影响。也有学者提出了不同的看法, 认为实际控制人并不总是在掏空企业, 也存在将私人资源转移到企业支持企业经营的行为, 而且这种行为很常见 (Cheung et al., 2009; Friedman et al., 2003; Bae et al., 2002; 李增泉等, 2005)。支持行为反映了实际控制人对企业的长期战略支撑, 传递出长期看好企业发展的信号, 这增强了中小股东投资企业的信心, 为中小股东提供了一种保险机制 (马金城和王磊, 2009)。通常来说, 两权分离程度越小, 实际控制人与中小股东利益越趋于一致, 实际控制人越愿意支持企业; 两权分离程度越大, 实际控制人越倾向于掏空企业、侵占中小股东利益。有学者认为支持是掏空的下限, 实际控制人最终会从企业攫取不低于支持上市公司的资源 (Liu et al., 2007)。从资源流动的方向来看, 掏空和支持利益输送方向完全相反, 但其最终目的都是使实际控制人利益最大化 (李常青等, 2021)。掏空理论和支持理论是研究两权分离度最常见的视角之一。

近年来, 两权分离作用于微观企业的经济后果逐渐受到越来越多学者的关注。现有研究发现, 控制权超过所有权部分的超额控制权会赋予实际控制人侵占中小股东的权力, 两权分离程度的增加会对企业治理产生不良影响 (Kim et al., 2014), 危及银行等外部投资者的利益, 从而导致更高的债务成本和更大的外部融资约束 (Li et al., 2020), 进而对企业绩效和绿色创新产生负面影响 (Torres et al., 2017; Zhao et al., 2024)。而与进入模式密切相关的企业国际化战略, 现有研究结论似乎颇有争议。一方面, 潘镇等 (2021) 认为国际化战略需要充沛的现金支持, 而两权分离加重了企业的财务负担, 导致现金资源配置效率低下, 从而不利于企业实施国际化战略。另一方面, 孙轻宇等

(2022) 将跨国并购视为实际控制人掏空企业的工具, 认为两权分离提高了企业实施跨国并购的可能性。看似矛盾的结论实则由于研究视角的不一致, 前者倾向于支持视角, 而后者倾向于掏空视角。这两种视角并非相互排斥的, 会同时影响实际控制人的战略意图和战略决策。鉴于企业国际化过程的复杂性, 本文认为有必要将两种视角结合起来形成一个整合的框架来探讨两权分离度对企业海外进入模式选择的影响。

海外进入模式选择直接关乎企业能否在全球市场上取得成功 (Jain et al., 2024), 因此, 其驱动因素一直备受学者们的关注。从外部环境来看, 母国政府压力 (Chung et al., 2016)、东道国政治经济的不确定性 (Zhou et al., 2021) 以及东道国商业环境 (Xie et al., 2024) 等都会对进入模式选择产生影响; 从内部因素来看, Sestu 等 (2020) 和 Musteen 等 (2008) 认为企业规模、机构投资者、内部董事以及 CEO 薪酬等会显著影响企业选择何种模式进入东道国。还有部分学者讨论了不同的进入模式对企业绩效和逆向知识转移的影响 (Brouthers, 2012; 陶哲雄等, 2023)。

基于以上文献, 本文以两权分离度为切入点, 重点考察了其与企业海外进入模式选择之间的关系, 并将这一关系纳入企业内外部环境的研究框架进行讨论。

## 2.2 研究假设

### 2.2.1 两权分离度对企业海外进入模式选择的非线性影响

根据股权控制与否, 海外进入模式可以划分为股权进入模式和非股权进入模式。非股权进入模式包括出口、战略联盟、许可证经营等, 通常不涉及持股控制海外资产。联系到本文的研究范畴为股权制度安排, 故本文的研究重点更倾向于股权进入模式。因此, 本文根据股权控制程度将进入模式进一步划分为合资模式和独资模式。这种划分方式更能体现实际控制人对海外子公司的控制程度和背后的战略意图。两权分离度可以通过影响实际控制人的战略行为进而对企业海外进入模式选择产生重大影响, 具体表现在以下两个方面:

从掏空理论的视角来看, 两权分离程度越大, 实际控制人越倾向于选择独资模式。实际控制人的收益包括两部分, 源自控制权的私人收益和源自所有权的共享收益 (Luo et al., 2010)。两权分离使实际控制人享受的收益与承担的风险不对等。两权分离程度越高, 实际控制人通过控制权可以获得的私利越多, 而获取私利的成本却由全体股东承担 (Brandao et al., 2024), 因此有强烈的动机通过关联交易、资金担保、并购和股份减持等手段掏空企业 (Johnson et al., 2000; Jiang et al., 2010; Peng et al., 2011; 孙轻宇等, 2022)。相比合资模式, 独资模式不仅涉及资金量大而且对海外子公司拥有绝对的控制权, 为实际控制人掏空企业创造了有利条件, 因此两权分离条件下, 实际控制人更倾向于选择独资模式。首先, 绝对的控制权意味着实际控制人的行为不会受到当地合作伙伴的监督和制约, 增加了资产转移的隐蔽性。其次, 独资模式涉及资金量更大, 实际控制人只需根据持有的所有权承担较小的投资成本, 而且无须与合作伙伴分享利润。这不仅为实际控制人掏空企业侵占中小股东利益提供了充足的现金流, 还方便实际控制人通过直接占用企业非经营性资金掏空企业。最后, 具有强烈掏空动机的实际控制人也更青睐独资模式, 因为独资模式增加了实际控制人手中的

资源和权力,使其更容易获得控制权私利。杜建华(2014)就曾指出通过超额控制权攫取的控制权私利是企业做出过度投资的根源。

从支持理论的视角来看,两权分离程度越大,企业越倾向于选择合资模式,反之,则倾向于选择独资模式。资源的积累是对外直接投资的前提(Yi et al., 2021),企业选择何种模式进入东道国很大程度上依赖企业资源的存有量和可获取性。具体而言,第一,两权分离度反映了实际控制人与中小股东的利益趋同性。两权分离程度越小,实际控制人与中小股东利益越趋于一致,攫取控制权私利的成本大大增加,因此更倾向于支持企业的长远发展获取共享收益。相比合资模式,独资模式需要投入更多的资源,对实际控制人的支持依赖度更高。因此两权分离程度越小,实际控制人的支持力度越大,越有利于企业选择独资模式。第二,较小的两权分离度缓解了外部投资者关于掏空企业侵占其利益的担忧,而实际控制人的支持行为则给予了外部投资者信心,从而缓解了企业的外部融资约束(张莹和李健, 2019; 孙轻宇等, 2022)。外部融资约束的缓解有利于实际控制人选择独资模式来保持控制权。对外直接投资是一个长期的过程,随着两权分离程度的增加,实际控制人支持意愿逐渐下降,受限于外部融资约束的恶化以及支持意愿的降低,企业可用资源减少,合资模式似乎是更合理的选择。

综上所述,两权分离度对进入模式的影响机制存在两个方向截然相反的效应,即掏空效应和支持效应。随着两权分离程度的加大,增加的掏空效应使实际控制人倾向于选择独资模式,而减少的支持效应则使实际控制人倾向于选择合资模式。实际控制人选择何种战略行为产生何种效应是理性博弈后的结果,其目的都是自身利益的最大化。

在同时考虑两个效应的方向后,参考 Haans 等(2016)的研究,本文有理由怀疑两权分离度与进入模式选择之间存在非线性影响。具体而言,在两权分离度较小的情况下,掏空动机受到了抑制,实际控制人很难将对外直接投资的成本转嫁给中小股东,这在一定程度上限制了实际控制人选择独资模式进入东道国;而随着两权分离超过一定程度后,支持效应进一步减弱,实际控制人很容易将对外直接投资的成本转嫁给中小股东,因此更倾向于选择拥有完全控制权的独资模式伺机攫取控制权私利掏空企业。

综上所述,本文提出以下假设:

**H1: 两权分离度与企业海外进入模式选择之间呈 U 形关系。**

### 2.2.2 外部环境约束: 东道国制度风险

由于涉及境外投资,东道国制度风险是探究两权分离对进入模式选择影响时不可忽略的情境因素。

首先,东道国制度风险越高,越会强化两权分离对进入模式选择的掏空效应。东道国制度风险是东道国制度环境不够完善带来的约束。一般来说,制度风险较低的国家政治、经济和法律体系都比较完善,投资者保护制度也比较成熟,实际控制人在这些国家攫取控制权私利将面临高昂的成本,包括但不限于法律成本和经济成本,因此实际控制人试图通过独资模式侵占中小股东利益的行为并不可行。良好的制度环境会抑制实际控制人的掏空动机,而不完善的制度环境则容易滋生控制权私利(Friedman et al., 2003; Dyck and Zingales, 2004)。随着东道国制度风险的增加,投资者保护制度

变得非常薄弱,东道国缺乏有效的法律法规来约束实际控制人的掏空行为 (Jiang et al., 2010),而且由于跨越国界,中小股东很难有效地监督实际控制人的行为,因此实际控制人更倾向于选择独资模式攫取控制权私利,侵占本该属于中小股东的利益 (Nenova, 2003; Johnson et al., 2000; Friedman et al., 2003)。换言之,较高的东道国制度风险为实际控制人隐蔽地掏空企业创造了机会,选择独资模式更有利于实际控制人攫取控制权私利,特别是在两权分离程度较高的情况下。

其次,东道国制度风险越高,越会降低两权分离对进入模式选择的支持效应。在制度风险较低的东道国投资时,完善的制度环境降低了企业的进入成本,进而提高了企业的绩效 (Xie et al., 2024; 李梅和余天骄, 2016)。实际控制人可以从企业绩效的提升中获得更多共享收益,比放弃掏空损失的控制权私利更加显著,因此更倾向于选择支持企业从而有利于选择独资模式。随着东道国制度风险的增加,企业维持和获取合法性需要投入更多的成本,因此会引起实际控制人对企业盈利的担忧,且现有文献也已经证实东道国制度环境的不完善会对企业短期绩效和长期绩效都产生负向影响 (胡杰武和韩丽, 2017),此时减少对企业的支持似乎更符合实际控制人的利益。故当东道国制度风险高时,由于支持意愿的下降,实际控制人会更倾向于放弃部分控制权选择合资模式降低投资风险,特别是在两权分离程度较低的情况下。

然而,东道国制度风险对两种效应的影响应该存在主次之分。有学者认为实际控制人之所以支持企业是为了继续控制企业并保持控制权私利 (Peng et al., 2011),故随着两权分离程度的加大,高东道国制度风险对支持效应减弱的影响会逐渐由主要地位转为次要地位,而对掏空效应增加的影响会逐渐由次要地位转为主要地位。具体而言,当两权分离程度较小时,高制度风险对支持效应的抑制作用占据主导地位,因而东道国制度风险强化了两权分离度对进入模式选择的负向影响。当两权分离超过一定程度时,高东道国制度风险对掏空效应的激励作用会逐渐占据主导,因而东道国制度风险会强化两权分离度对进入模式选择的正向影响。为此,本文提出了以下假设:

**H2: 两权分离度与进入模式选择之间的 U 形关系在东道国制度风险越高时越陡峭。**

### 2.2.3 企业内部治理结构: 董事会独立性

董事会独立性与独立董事制度的引入有关,一般来说,独立董事占比越高,董事会独立性越强,越有利于发挥监督作用 (李维安和徐建, 2014)。而独立董事制度引入的核心目的就是保护中小股东的合法权益及提升企业决策的科学性和透明性,因此董事会独立性对于研究两权分离度与进入模式选择之间的关系具有十分关键的作用。

一方面,独立董事可以有效地监督实际控制人的掏空行为 (Cheng et al., 2022),缓解两权分离度对进入模式选择的掏空效应。第一,虽然掏空行为具有多样性和隐蔽性等特点 (Johnson et al., 2000),但是独立董事多由享有一定社会地位和声望的人担任,具有丰富的专业知识、商业经验和实践经验,能有效识别实际控制人的自利行为。第二,为了自身的声誉着想,独立董事具有较强的动机监督实际控制人的行为,从而限制其为了个人利益而非法转移企业资产和利润 (Chou et al., 2018; Kilincarslan, 2021)。另一方面,独立董事可以提高实际控制人支持企业长期发展的意愿,从而强化两权分离度对进入模式选择的支持效应。现有研究表明,独立董事具备良好的职业背景和教育背景,其专业的建议和有效的监督可以优化企业的战略决策、提高会计信息质量和改善企业绩效

(李维安和徐建, 2014; Chou et al., 2018; 武立东等, 2019), 这可以改善实际控制人的短视行为, 增强其提供资源支持企业的意愿。

因此, 董事会独立性限制掏空效应的同时还增强了支持效应。具体而言, 当两权分离度较小时, 高董事会独立性对支持效应的增强作用要大于对掏空效应的抑制作用, 导致实际控制人会放缓采取合资模式进入东道国, 即董事会独立性弱化了两权分离度对进入模式选择的负向影响; 当两权分离超过一定程度时, 高董事会独立性对掏空效应的抑制作用逐渐超过对支持效应的增强作用, 导致实际控制人会倾向于放缓采取独资模式攫取控制权私利, 即董事会独立性弱化了两权分离度对进入模式选择的正向影响。

综上所述, 本文提出了以下假设:

**H3:** 两权分离度与进入模式选择之间的 U 形关系在董事会独立性越高时越平坦。

### 3. 研究设计

#### 3.1 研究样本与数据来源

本文以 2008—2021 年发生过对外直接投资的中国 A 股上市公司为初始样本, 并对数据做了以下处理: (1) 剔除注册地为港澳台的境外子公司; (2) 删除在开曼群岛、维尔京群岛等避税天堂投资的境外子公司; (3) 删除母公司行业为金融行业的样本; (4) 删除进入模式等关键变量数据缺失的样本。经过处理后, 本文最终得到来自 735 家企业的 5292 个样本。

#### 3.2 变量定义

##### 3.2.1 被解释变量: 企业海外进入模式选择 (Mode)

借鉴 Sestu 等 (2020) 的研究, 本文将海外进入模式划分为独资模式和合资模式。当母公司对海外子公司的持股比例大于或等于 95% 时, 本文称之为独资模式, 取值为 1, 否则为合资模式, 取值为 0。

##### 3.2.2 解释变量: 两权分离度 (Sep)

参照孙轻宇等 (2022) 的做法, 本文采用实际控制人拥有的控制权比例与所有权比例之间的差值来衡量两权分离度, 差值越大, 控制权与所有权之间的分歧越大, 两权分离程度越严重。

##### 3.2.3 调节变量: 东道国制度风险和董事会独立性

(1) 东道国制度风险 (Risk)。参考 Slangen 等 (2010) 的研究, 本文选取世界银行全球治理指数中与制度风险相关的五项指数来衡量, 即政治稳定性 (PSA)、政府效率 (GOE)、监管质量 (REQ)、法治水平 (LAW) 和控制腐败 (CCO)。该指数涵盖了 214 个国家和地区 1996—2021 年的

评估得分情况。由于这五项指标得分都在-2.5~2.5，且得分越高制度风险越低，没有形成趋同趋势，故本文对指标得分进行了反转，使得分与制度风险形成了趋同趋势，即分数越低制度风险越低，分数越高制度风险越高。

(2) 董事会独立性 (Indep)。李维安和徐建 (2014) 认为让董事会保持独立性最简单的方法就是让独立董事在董事会中拥有更多的席位，因此采用独立董事人数占董事会成员总人数之比来衡量董事会独立性，本文借鉴了此做法。

### 3.2.4 控制变量

借鉴已有研究 (Xie et al., 2024; 吴先明和张玉梅, 2020; Sestu et al., 2020; 杜晓君等, 2017)，本文从东道国特征和企业内部特征中选取了以下可能影响企业海外进入模式选择的因素作为控制变量：(1) 东道国投资开放度 (Open)，采用东道国吸引外商投资的存量占国内生产总值的比例来衡量。数据来源于 UNCTAD 数据库。(2) 东道国自然资源丰富度 (Nature)，采用东道国燃料、矿石和金属出口占商品出口的百分比来衡量。数据来源于 WDI 数据库。(3) 东道国市场规模 (GDP)，采用东道国 GDP 取自然对数来衡量。数据来源于 WDI 数据库。(4) 东道国与母国之间的地理距离 (GDT)，采用中国与东道国之间的首都距离取自然对数来衡量。数据来源于 CEPII 数据库。(5) 企业规模 (Size)，采用资产总额取自然对数来衡量。(6) 劳动生产率 (Lab)，采用主营业务收入与员工人数之比来衡量。(7) 第一大股东持股比例 (Top)，采用第一大股东持股数量占股权总数的比例来衡量。(8) CEO 是否拥有海外背景 (Sea)，如果 CEO 拥有海外背景取值为 1，否则取值为 0。此外，本文还控制了时间虚拟变量和行业虚拟变量。除特别说明外，本文余下变量数据全来自 CSMAR 数据库。表 1 展示了各变量的定义。

表 1 变量的定义

变量类型	变量名称	符号	变量说明
因变量	进入模式	Mode	独资取值为 1，合资取值为 0
自变量	两权分离度	Sep	实际控制人拥有的控制权比例与所有权比例之间的差值
调节变量	东道国制度风险	Risk	采用 Slangen 等 (2010) 的方法
	董事会独立性	Indep	独立董事人数/董事会成员总人数
控制变量	东道国投资开放度	Open	东道国吸引外商投资的存量占国内生产总值的比例
	东道国自然资源丰富度	Nature	东道国燃料、矿石和金属出口占商品出口的百分比
	东道国市场规模	GDP	东道国 GDP 取自然对数
	地理距离	GDT	中国与东道国之间的首都距离取自然对数
	企业规模	Size	资产总额取自然对数
	劳动生产率	Lab	主营业务收入/员工人数
	第一大股东持股比例	Top	第一大股东持股数量/股权总数
	CEO 是否拥有海外背景	Sea	CEO 拥有海外背景取值为 1，否则为 0

### 3.3 模型设定

本文构建了以下回归模型来实证检验上文提出的假设:

$$\text{Logit}[P(\text{Mode}_{ijt} = 1)] = \alpha_0 + \alpha_1 \text{Sep}_{it} + \alpha_2 \text{Sep}_{it}^2 + \sum \text{Controls} + \text{Year} + \text{Industry} + \varepsilon_{ijt} \quad (1)$$

$$\begin{aligned} \text{Logit}[P(\text{Mode}_{ijt} = 1)] = & \beta_0 + \beta_1 \text{Sep}_{it} + \beta_2 \text{Sep}_{it}^2 + \beta_3 \text{Risk}_{jt} + \beta_4 \text{Risk}_{jt} \times \text{Sep}_{it} + \beta_5 \text{Risk}_{jt} \times \text{Sep}_{it}^2 \\ & + \sum \text{Controls} + \text{Year} + \text{Industry} + \delta_{ijt} \end{aligned} \quad (2)$$

$$\begin{aligned} \text{Logit}[P(\text{Mode}_{ijt} = 1)] = & \gamma_0 + \gamma_1 \text{Sep}_{it} + \gamma_2 \text{Sep}_{it}^2 + \gamma_3 \text{Indep}_{it} + \gamma_4 \text{Indep}_{it} \times \text{Sep}_{it} + \gamma_5 \text{Indep}_{it} \times \text{Sep}_{it}^2 \\ & + \sum \text{Controls} + \text{Year} + \text{Industry} + \lambda_{ijt} \end{aligned} \quad (3)$$

其中,  $i$ 、 $j$  和  $t$  分别表示上市公司、东道国和年份;  $\text{Mode}_{ijt}$  为虚拟变量, 如果企业以独资模式进入东道国则取值为 1, 否则取值为 0;  $\text{Sep}_{it}$  代表两权分离度;  $\text{Risk}_{jt}$  表示东道国制度风险;  $\text{Indep}_{it}$  表示董事会独立性;  $\text{Controls}$  代表控制变量;  $\varepsilon$ 、 $\delta$  和  $\lambda$  为随机扰动项;  $\text{Year}$  和  $\text{Industry}$  表示年份虚拟变量和行业虚拟变量。公式 (1) 为本文的基准回归模型, 公式 (2) 和公式 (3) 分别为东道国制度风险和董事会独立性的调节模型。

## 4. 实证结果与分析

### 4.1 描述性统计和相关性分析

表 2 报告了变量的描述性统计分析的结果, 进入模式的平均值为 0.738, 这意味着有 73.8% 的样本选择独资模式进入东道国, 与《2022 年中国对外直接投资统计公报》中约 70% 的中国企业采取独资模式在海外设立子公司的统计结论基本一致, 证实了本文样本的可靠性。两权分离度的均值和方差分别为 6.334 和 8.225, 这说明不同的企业两权分离度存在较大的差异。其余变量分布合理, 与既有研究基本保持一致。

表 2 描述性统计分析

变量	样本数	均值	方差	最小值	最大值
Mode	5292	0.738	0.440	0.000	1.000
Sep	5292	6.334	8.225	0.000	39.58
Risk	5292	-1.010	0.860	-2.270	1.445
Indep	5292	0.374	0.055	0.182	0.800
Open	5292	0.930	1.612	0.033	19.678
Nature	5292	0.187	0.190	0.000	0.988

续表

变量	样本数	均值	方差	最小值	最大值
GDP	5292	27.829	1.836	20.428	30.780
GDT	5292	8.825	0.560	6.862	9.868
Size	5292	23.640	1.476	19.867	27.961
Lab	5292	14.222	0.909	11.682	18.684
Top	5292	0.378	0.158	0.064	0.894
Sea	5292	0.743	0.437	0.000	1.000

表 3 报告了皮尔逊相关性分析的结果, 各变量之间的相关系数不超过 0.4。同时, 本文还进行了方差膨胀因子 (VIF) 检验, VIF 的最大值为 1.61, 最小值为 1.23, 均小于 10。因此, 变量之间的共线性问题并不严重。

表 3 相关性分析

	Mode	Sep	Risk	Indep	Open	Nature	GDP	GDT	Size	Lab	Top
Mode	1										
Sep	-0.056***	1									
Risk	-0.049***	-0.059***	1								
Indep	-0.034**	-0.082***	-0.054***	1							
Open	0.052***	0.026*	-0.333***	0.010	1						
Nature	0.006	-0.053***	0.118***	-0.019	-0.082***	1					
GDP	0.025*	0.023	-0.304***	-0.003	-0.334***	-0.136***	1				
GDT	-0.008	0.003	-0.103***	0.011	-0.126***	0.178***	0.275***	1			
Size	-0.020	0.089***	-0.049***	-0.006	0.098***	0.105***	-0.121***	-0.003	1		
Lab	0.013	-0.053***	-0.059***	-0.027**	0.145***	0.099***	-0.091***	-0.011	0.339***	1	
Top	0.012	0.147***	-0.026*	0.039***	0.005	0.067***	-0.047***	-0.050***	0.067***	0.199***	1
Sea	-0.065***	0.007	-0.038***	0.036***	0.012	-0.043***	0.011	0.023*	0.146***	-0.046***	0.033**

注: \*、\*\*、\*\*\* 分别表示在 0.1、0.05、0.01 的显著性水平, 后同。

## 4.2 实证回归分析

由于被解释变量是 0-1 变量, 本文构建了 logit 模型来检验上文提出的假设。

表 4 报告了三个假设的回归分析结果。列 (1) 仅引入两权分离度一次项和二次项, 列 (2) 在列 (1) 的基础上加入了控制变量, 加入后  $R^2$  变大, 说明模型的解释力度得到加强。列 (1) 和列 (2) 的结果显示, 两权分离度一次项回归系数在 1% 的水平上显著为负, 而二次项回归系数分别在

10%和5%的水平上显著为正, 两权分离度与进入模式之间的U形关系得到证实, 假设H1得到了支持。此外, 本文还进一步对列(2)进行了U检验, 检验结果显示, U形关系的拐点值为18.78, 位于样本区间; 两权分离度取最小值时, 曲线斜率在1%水平上显著为负 ( $\beta = -0.391, p < 1\%$ ); 两权分离度取最大值时, 曲线斜率在10%的水平上显著为正 ( $\beta = 0.043, p < 10\%$ ), 进一步证实了假设H1。最后, 本文绘制了两权分离度与进入模式选择之间的U形关系图, 见图1。从图1可知, 随着两权分离程度的增加, 海外进入模式选择呈现出先下降后上升的趋势, 与假设H1的预期一致。

表4

回归模型分析

	logit 模型			
	(1)	(2)	(3)	(4)
Sep	-0.034*** (-3.00)	-0.039*** (-3.37)	-0.066*** (-3.69)	-0.236*** (-2.78)
Sep <sup>2</sup>	0.001* (1.90)	0.001** (2.16)	0.003*** (3.21)	0.007** (1.99)
Open		0.107*** (4.06)	0.078*** (2.62)	0.107*** (4.05)
Nature		0.144 (0.80)	0.171 (0.95)	0.144 (0.80)
GDP		0.068*** (3.59)	0.048** (2.19)	0.069*** (3.60)
GDT		-0.039 (-0.64)	-0.039 (-0.64)	-0.032 (-0.52)
Size		-0.013 (-0.54)	-0.018 (-0.71)	-0.011 (-0.46)
Lab		-0.040 (-1.01)	-0.043 (-1.07)	-0.047 (-1.18)
Top		0.386* (1.80)	0.378* (1.76)	0.418* (1.95)
Sea		-0.359*** (-4.63)	-0.363*** (-4.67)	-0.353*** (-4.54)
Risk			-0.069 (-1.16)	
Risk×Sep			-0.027** (-1.99)	
Risk×Sep <sup>2</sup>			0.001** (2.48)	

续表

	logit 模型			
	(1)	(2)	(3)	(4)
Indep				-2.864*** (-3.94)
Indep×Sep				0.529** (2.29)
Indep×Sep <sup>2</sup>				-0.016* (-1.68)
Year FE	yes	yes	yes	yes
Industry FE	yes	yes	yes	yes
<i>N</i>	5292	5292	5292	5292
pseudo <i>R</i> <sup>2</sup>	0.013	0.021	0.023	0.024

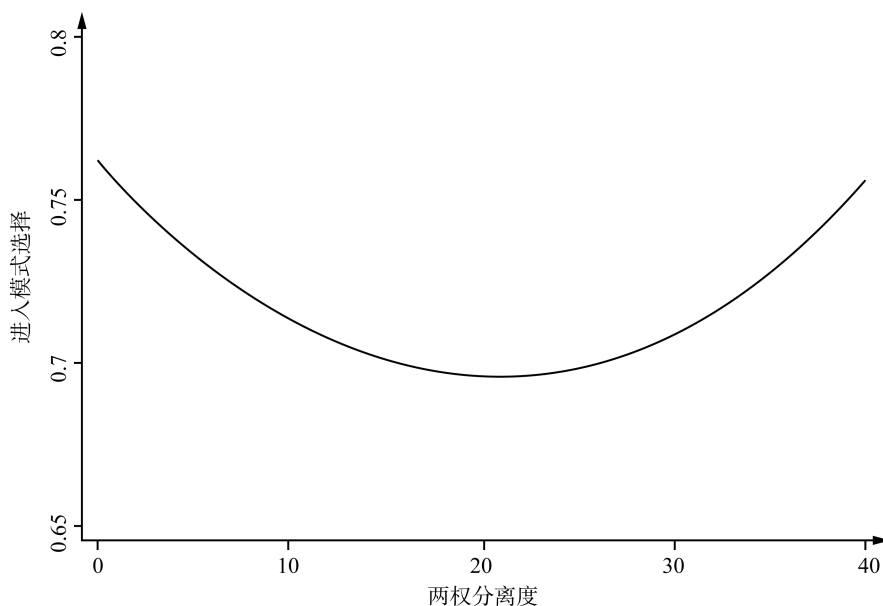


图 1 两权分离度与进入模式选择：U 形关系

为了检验东道国制度风险的调节效应，列（3）在列（2）的基础上同时加入了东道国制度风险与两权分离度一次项以及二次项的交互项。结果显示东道国制度风险与两权分离度二次项的交互项系数在 5% 水平上显著为正 ( $\beta=0.001, p<5\%$ )，假设 H2 得到验证。图 2 描绘了这一关系的变化，相比较低的东道国制度风险，较高的东道国制度风险使两权分离度与进入模式之间的 U 形关系更加陡峭。

列（4）报告了董事会独立性的调节效应，在列（2）的基础上加入了董事会独立性与两权分离度一次项以及二次项的交互项。结果显示董事会独立性与两权分离度二次项的交互项系数在 10% 水

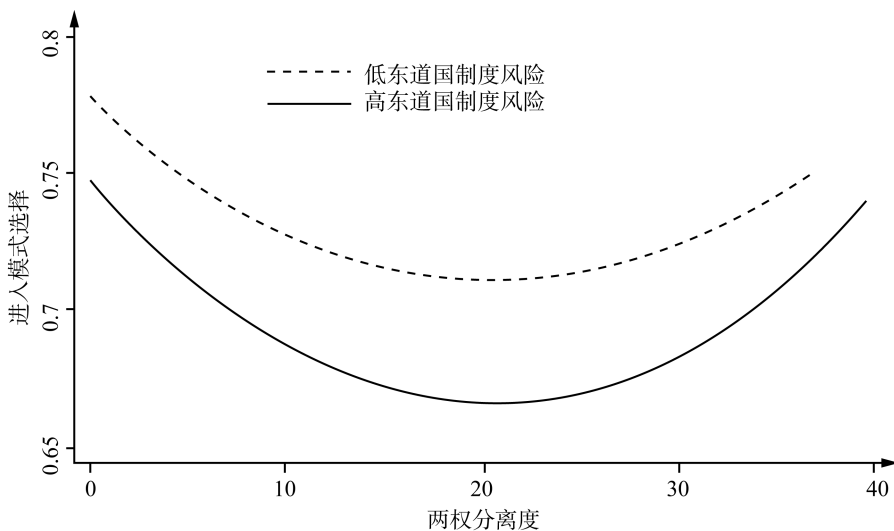


图2 东道国制度风险的调节作用

平上显著为负 ( $\beta = -0.016, p < 10\%$ ), 假设 H3 得到了支持。图 3 描绘了这一关系的变化, 相比较低董事会独立性, 较高董事会独立性使两权分离度与进入模式之间的 U 形关系更加平坦。

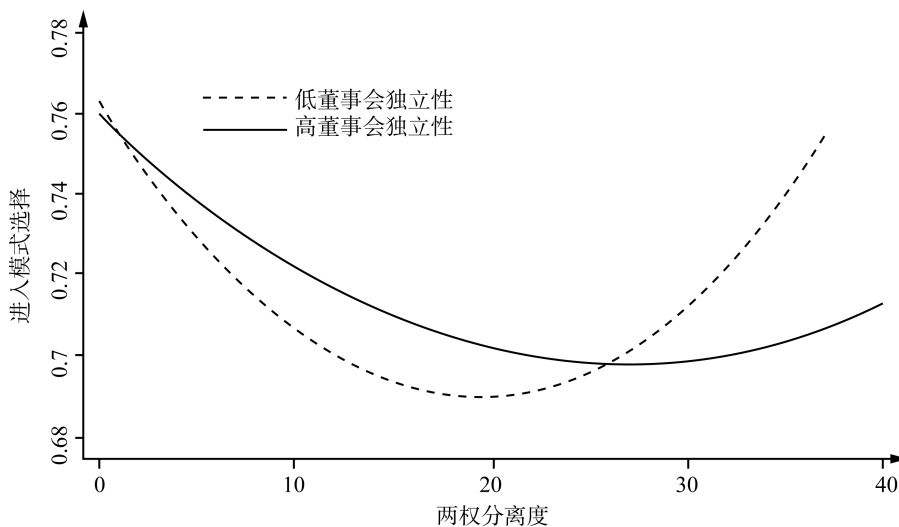


图3 董事会独立性的调节作用

### 4.3 稳健性检验

#### 4.3.1 probit 模型

本文采用 probit 模型重新进行回归检验, 检验结果见表 5 列 (1) 至 (3), 回归结果与前文保持

一致, 说明本文的结论具有较强的可靠性。

#### 4.3.2 替换重要变量

替换重要变量可以降低测量带来的估计偏误, 是进行稳健性检验的有效手段之一。本文对被解释变量进入模式进行了重新测量。借鉴已有研究 (Demirbag et al., 2007), 选取母公司持股 90% 作为临界值来区分独资模式和合资模式, 即将持股 90% 及以上视为独资模式, 取值为 1, 否则视为合资, 取值为 0。表 5 列 (4) 至 (6) 为替换测量方式后的回归结果, 与前文结论一致, 本文提出的假设再次得到了验证。

#### 4.3.3 加入省份固定效应

在控制了行业固定效应和时间固定效应的基础上, 本文进一步控制了省份固定效应, 以捕捉所有不随时间变化的省份层面特征。回归结果见表 5 列 (7) 至 (9), 与前文的回归结果保持一致, 进一步说明了本文研究结论的稳健性。

表 5 稳健性检验

	probit 模型			替换重要变量			加入省份固定效应		
	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)	(7)	(8)	(9)
Sep	-0.022*** (-3.23)	-0.038*** (-3.64)	-0.140*** (-2.77)	-0.050*** (-4.28)	-0.069*** (-3.83)	-0.255*** (-2.97)	-0.052*** (-4.05)	-0.074*** (-3.89)	-0.271*** (-2.95)
Sep <sup>2</sup>	0.001** (2.06)	0.001*** (3.20)	0.004** (2.00)	0.001*** (2.65)	0.003*** (3.19)	0.008** (2.10)	0.001*** (2.58)	0.003*** (3.13)	0.009** (2.36)
Risk		-0.043 (-1.25)			-0.147** (-2.40)			-0.074 (-1.20)	
Risk×Sep		-0.016** (-2.01)			-0.018 (-1.34)			-0.022 (-1.60)	
Risk×Sep <sup>2</sup>		0.001** (2.49)			0.001** (2.01)			0.001** (2.01)	
Indep			-1.677*** (-3.86)			-3.015*** (-4.06)			-2.849*** (-3.76)
Indep×Sep			0.317** (2.31)			0.548** (2.35)			0.592** (2.38)
Indep×Sep <sup>2</sup>			-0.010* (-1.71)			-0.017* (-1.71)			-0.021** (-2.02)
Controls	yes	yes	yes	yes	yes	yes	yes	yes	yes
Year FE	yes	yes	yes	yes	yes	yes	yes	yes	yes

续表

	probit 模型			替换重要变量			加入省份固定效应		
	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)	(7)	(8)	(9)
Industry FE	yes	yes	yes	yes	yes	yes	yes	yes	yes
Province FE	no	no	no	no	no	no	yes	yes	yes
<i>N</i>	5292	5292	5292	5292	5292	5292	5292	5292	5292
pseudo <i>R</i> <sup>2</sup>	0.021	0.022	0.023	0.022	0.024	0.025	0.065	0.067	0.068

#### 4.3.4 Heckman 两阶段模型

本文关注的两权分离视角下中国企业海外进入模式选择问题, 可能是因为实施对外直接投资的企业本身就与不实施对外直接投资的企业存在明显区别, 而非实际控制人两权分离程度不同导致, 因而可能存在样本选择偏差导致的内生性问题。为此, 有必要采取 Heckman 两阶段模型来排除这一问题对回归结果的干扰。

在第一阶段, 本文将企业是否实施对外直接投资 (OFDI\_DUM) 设定为被解释变量, 并选择企业总部所在省份出口额 (Export) 作为排他性约束变量。省份出口额可能会影响企业是否实施对外直接投资, 但是不太可能会对具体企业选择何种模式进入东道国产生影响, 满足排他性约束变量的条件。在第二阶段, 将第一阶段采用 probit 模型计算得到的逆米尔斯比率 (IMR) 代入原模型作为控制变量重新进行回归检验。表 6 报告了 Heckman 两阶段模型的回归结果。列 (1) 报告了第一阶段的结果, 显示省份出口额的回归系数显著为正, 即企业总部所在省份出口额越多, 企业越倾向于实施对外直接投资; 列 (2) 至 (4) 报告了第二阶段的结果, 逆米尔斯比率的系数均不显著, 可见样本选择偏差引起的内生问题并不严重, 回归结果仍然支持了本文提出的几个假设, 这进一步说明本文的研究结论是稳健的。

表 6 Heckman 两阶段法

	第一阶段 OFDI_DUM	第二阶段 Mode		
	(1)	(2)	(3)	(4)
Sep		-0.039*** (-3.36)	-0.066*** (-3.69)	-0.239*** (-2.80)
Sep <sup>2</sup>		0.001** (2.16)	0.003*** (3.20)	0.007** (2.01)
Risk			-0.069 (-1.16)	
Risk×Sep			-0.027** (-2.00)	

续表

	第一阶段 OFDI_DUM	第二阶段 Mode		
	(1)	(2)	(3)	(4)
Risk×Sep <sup>2</sup>			0.001 ** (2.48)	
Indep				-0.281 *** (-3.95)
Indep×Sep				0.536 ** (2.32)
Indep×Sep <sup>2</sup>				-0.017 * (-1.70)
Export	0.203 *** (3.89)			
IMR		-0.005 (-0.07)	-0.01 (-0.16)	-0.023 (-0.36)
Controls(Firm-level)	yes	yes	yes	yes
Controls(Host country-level)	no	yes	yes	yes
Year FE	yes	yes	yes	yes
Industry FE	yes	yes	yes	yes
Log Likelihood	-3116.1809	-2980.2	-2974.74	-2972.39
N	20573	5292	5292	5292

#### 4.3.5 工具变量法

为了进一步解决潜在的内生性问题, 本文选择企业所在省同行业同年其他企业两权分离度的平均值(Sep\_aver)作为工具变量。首先, 企业处于同一省同一行业方便实际控制人之间相互交流与学习, 很有可能导致同群效应, 因而会对该企业的两权分离度产生影响, 因此同省同行业同年其他企业两权分离度的平均值与该企业的两权分离度强相关。其次, 同省同行业同年其他企业两权分离度的平均值不会直接影响该企业的海外进入模式, 满足外生性条件。最后, 由于进入模式选择为 0-1 变量, 故采用 IVprobit 对两权分离度与进入模式选择之间的关系进行重新检验, 回归结果见表 7。列 (1) 至 (2) 第一阶段回归结果显示工具变量 Sep\_aver 和 Sep\_aver<sup>2</sup> 均通过了显著性检验; 列 (3) 第二阶段回归结果显示两权分离度一次项回归系数显著为负, 二次项回归系数显著为正。即考虑潜在的内生性问题后, 两权分离度与进入模式选择之间仍然呈 U 形关系。另外, 弱工具变量识别检验 AR 和 Wald 统计值均显著, 拒绝了弱工具变量的原假设, 这说明本文选择的工具变量是合理的, 也进一步说明本文的研究结果是稳健的。

表 7 IVProbit 回归分析结果

	第一阶段		第二阶段
	Sep	Sep <sup>2</sup>	Mode
	(1)	(2)	(3)
Sep			-0.203* (-1.84)
Sep <sup>2</sup>			0.014** (2.16)
Sep_aver	0.376*** (6.87)	5.361*** (4.05)	
Sep_aver <sup>2</sup>	-0.014*** (-5.33)	-0.140** (-2.26)	
Controls	yes	yes	yes
Year FE	yes	yes	yes
Industry FE	yes	yes	yes
N	4561	4561	4561
Adj R <sup>2</sup>	0.112	0.089	—

## 5. 研究结论和政策启示

实际控制人控制权与所有权之间的分歧对其战略行为产生了重大影响, 而海外进入模式选择服务于战略行为(Cui and Jiang, 2009), 因此两权分离度可能会对进入模式选择产生影响。为了探索两者之间的关系, 本文以 2008—2021 年发生过对外直接投资的沪深两市 A 股上市公司为研究对象进行实证检验, 检验结果如下:

首先, 由于实际控制人既有可能掏空企业, 又有可能支持企业, 增加的掏空效应使实际控制人倾向于选择独资模式, 而减少的支持效应使实际控制人倾向于合资模式, 这导致两权分离度与进入模式之间并不是简单的线性关系, 而是呈现 U 形关系。当两权分离度较小时, 减弱的支持效应占据主导地位, 使实际控制人倾向于选择合资模式; 随着两权分离超过一定程度, 增强的掏空效应占据主导地位, 使实际控制人倾向于选择独资模式。

其次, 东道国制度风险是重要的外部环境因素, 高制度风险在鼓励实际控制人掏空企业的同时也会限制实际控制人支持企业, 故高东道国制度风险会使两权分离度与进入模式选择之间的 U 形关系变得更加陡峭。

最后, 董事会独立性是企业重要的内部治理因素, 董事会独立性越强, 独立董事监督实际控制

人的掏空行为越有效率,同时其专业性也会使实际控制人更加信服从而更愿意支持企业的长远发展,因此高董事会独立性会使两权分离度与进入模式之间的 U 形关系变得更加平坦。

基于上述研究,本文提出了以下政策建议:

第一,鉴于实际控制人除了掏空企业外,还有可能支持企业的发展,政府在出台各种政策限制实际控制人掏空企业的同时,还要注意出台政策保护实际控制人支持企业的积极性,如对实际控制人支持企业发展的行为予以物质或荣誉上的奖励,适当放开特殊行业同股不同权的股权限制等,从而促进中国企业的高质量发展。

第二,海外投资具有资金量大、隐蔽性和复杂性等特点,企业进行海外投资时,特别是在制度风险较高的国家进行投资时,单边监管很难对实际控制人的掏空行为进行有效监督,这是国际性难题。政府一方面应该加强与新加坡、瑞士等主要金融中心的合作,另一方面应该强制要求企业定期披露全球资金流向。

第三,与发达国家相比,中国企业董事会的独立性有待加强。在中国,独立董事花瓶现象严重,表现为出席董事会会议次数多但发言字数不足,重大事项反对率远低于发达国家等。政府应该从独立董事的聘任渠道、消极履职等方面着手解决这一问题,使独立董事成为真正的治理卫士。

## ◎ 参考文献

- [1] 杜建华. 终极股东两权分离、投资者保护与过度投资[J]. 软科学, 2014, 28 (7).
- [2] 胡杰武, 韩丽. 东道国国家风险对我国上市公司跨国并购绩效的影响[J]. 外国经济与管理, 2017, 39 (9).
- [3] 李常青, 曾敏, 陈泽艺. 大股东会支持上市公司吗? ——基于大股东股权质押的视角[J]. 厦门大学学报(哲学社会科学版), 2021 (4).
- [4] 李梅, 余天骄. 东道国制度环境与海外并购企业的创新绩效[J]. 中国软科学, 2016(11).
- [5] 李维安, 徐建. 董事会独立性、总经理继任与战略变化幅度——独立董事有效性的实证研究[J]. 南开管理评论, 2014, 17 (1).
- [6] 马金城, 王磊. 系族控制人掏空与支持上市公司的博弈——基于复星系的案例研究[J]. 管理世界, 2009 (12).
- [7] 潘扬, 张文龙. 独立董事网络影响公司资本结构吗? ——基于同伴效应的理论分析与实证检验[J]. 济南大学学报(社会科学版), 2023, 33(2).
- [8] 潘镇, 崔雪, 李健. CEO 创始人身份、终极控股股东两权分离与企业国际化——基于控制权配置理论的研究[J]. 南大商学评论, 2021 (3).
- [9] 宋渊洋, 李元旭. 控股股东决策控制、CEO 激励与企业国际化战略[J]. 南开管理评论, 2010, 13 (4).
- [10] 孙轻宇, 王云开, 张峰, 杜国臣. 家族企业两权分离与跨国并购——基于“掏空”行为视角的机制解释[J]. 南开经济研究, 2022 (11).

- [11] 陶哲雄, 张文新, 魏千芝. 中国跨国公司海外进入模式与逆向知识转移[J]. 科学学研究, 2023, 42.
- [12] 王如玉, 柴忠东, 林家兴. 全球供应链空间重构下的中国外贸“三新”: 新格局、新动能与新质生产力[J]. 重庆大学学报(社会科学版), 2024, 30(3).
- [13] 吴国鼎. 两权分离与企业价值: 支持效应还是掏空效应[J]. 中央财经大学学报, 2019 (9).
- [14] 武立东, 王振宇, 薛坤坤, 王凯. 独立董事的执业身份与关联交易中的私有信息[J]. 南开管理评论, 2019, 22 (4).
- [15] 张质彬, 张涵, 熊爱华. 董事高管背景与公司竞争战略发展——企业数字化转型的调节效应[J]. 科学管理研究, 2024, 42(3).
- [16] 赵景艳, 邓敏, 徐政. 异地子公司的设立能否提升母公司创新水平——来自 A 股上市公司异地投资的经验证据[J]. 广东财经大学学报, 2023, 38(2).
- [17] Brandao, I. D., Crisóstomo, V. L. Shareholding control, ownership concentration, and the value of the Brazilian firm[J]. *Borsa Istanbul Review*, 2024, 24 (5).
- [18] Brouthers, K. D. Institutional, cultural and transaction cost influences on entry mode choice and performance[J]. *Journal of International Business Studies*, 2012, 44 (1).
- [19] Cheng, H., Wang, J., Xing, M. How does independent director affect tunneling? Evidence from social networks[J]. *Front Psychol*, 2022 (13).
- [20] Chou, H. I., Hamill, P. A., Yeh, Y. H. Are all regulatory compliant independent director appointments the same? An analysis of Taiwanese board appointments [J]. *Journal of Corporate Finance*, 2018 (50).
- [21] Chung, C. C., Xiao, S. S., Lee, J. Y., Kang, J. The interplay of top-down institutional pressures and bottom-up responses of transition economy firms on FDI entry mode choices [J]. *Management International Review*, 2016, 56 (5).
- [22] Cui, L., Jiang, F. FDI entry mode choice of Chinese firms: A strategic behavior perspective [J]. *Journal of World Business*, 2009, 44 (4).
- [23] Demirbag, M., Glaister, K. W., Tatoglu, E. Institutional and transaction cost influences on MNEs' ownership strategies of their affiliates: Evidence from an emerging market [J]. *Journal of World Business*, 2007, 42 (4).
- [24] Dyck, A., Zingales, L. Private benefits of control: An international comparison [J]. *The Journal of Finance*, 2004, 59 (2).
- [25] Friedman, E., Johnson, S., Mitton, T. Propping and tunneling [J]. *Journal of Comparative Economics*, 2003 (31).
- [26] Haans, R. F. J., Pieters, C., He, Z. L. Thinking about U: Theorizing and testing U-and inverted U-shaped relationships in strategy research[J]. *Strategic Management Journal*, 2016, 37 (7).
- [27] Jain, A., Thukral, S., Paul, J. Foreign market entry modes of family firms: A review and research agenda[J]. *Journal of Business Research*, 2024 (172).

- 
- [28] Jiang, G., Lee, C. M. C., Yue, H. Tunneling through intercorporate loans: The China experience[J]. *Journal of Financial Economics*, 2010, 98 (1).
- [29] Johnson, S., La Porta, R., Lopez-De-Silanes, F., Shleifer, A. Tunneling[J]. *American Economic Review*, 2000, 90 (2).
- [30] Kim, M. I., Sonu, C. H., Choi, J. H. Separation of corporate ownership and control and accounting conservatism: Evidence from Korea[J]. *Asia-Pacific Journal of Accounting & Economics*, 2014, 22 (2).
- [31] Li, K. S., Xiong, Y. Q. Host country's environmental uncertainty, technological capability, and foreign market entry mode: Evidence from high-end equipment manufacturing MNEs in emerging markets[J]. *International Business Review*, 2022, 31 (1).
- [32] Li, S., Fu, H., Wen, J., Chang, C. P. Separation of ownership and control for Chinese listed firms: Effect on the cost of debt and the moderating role of bank competition[J]. *Journal of Asian Economics*, 2020 (67).
- [33] Liu, Q., Lu, Z. Corporate governance and earnings management in the Chinese listed companies: A tunneling perspective[J]. *Journal of Corporate Finance*, 2007, 13 (5).
- [34] Luo, J. H., Wan, D. F., Cai, D. The private benefits of control in Chinese listed firms: Do cash flow rights always reduce controlling shareholders' tunneling? [J]. *Asia Pacific Journal of Management*, 2010, 29 (2).
- [35] Musteen, M., Datta, D. K., Herrmann, P. Ownership structure and CEO compensation: Implications for the choice of foreign market entry modes[J]. *Journal of International Business Studies*, 2008, 40 (2).
- [36] Nenova, T. The value of corporate voting rights and control: A cross-country analysis[J]. *Journal of Financial Economics*, 2003, 68 (3).
- [37] Peng, W. Q., Wei, K. C. J., Yang, Z. Tunneling or propping: Evidence from connected transactions in China[J]. *Journal of Corporate Finance*, 2011, 17 (2).
- [38] Sestu, M. C., D'angelo, A., Majocchi, A. SMEs prefer JVs: Why SMEs' equity entry mode choices are different from those of large firms[J]. *European Journal of International Management*, 2020, 1 (1).
- [39] Slangen, A. H. L., Beugelsdijk, S. The impact of institutional hazards on foreign multinational activity: A contingency perspective[J]. *Journal of International Business Studies*, 2010, 41 (6).
- [40] Torres, J. P., Jara Bertín, M., López-Iturriaga, F. J. Corporate control and firm value: The bright side of business groups[J]. *Journal of Family Business Strategy*, 2017, 8 (2).
- [41] Xie, Q., Yin, H. Business environment and the choice of entry mode of OFDI: Evidence from China [J]. *Journal of Asian Economics*, 2024 (92).
- [42] Yi, C., Zhan, Y., Zhang, J., Zhao, X. Ownership structure and OFDI by EMNES: The moderating effects of international experience and migrant networks[J]. *International Journal of Emerging Markets*, 2021, 17 (10).

- [43] Zhao, Z., Zhao, Y., Lv, X., Li, X., Zheng, L., Fan, S., Zuo, S. Environmental regulation and green innovation; Does state ownership matter? [J]. *Energy Economics*, 2024 (136).
- [44] Zhou, K., Kumar, S., Yu, L., Jiang, X. The economic policy uncertainty and the choice of entry mode of outward foreign direct investment; Cross-border M&A or greenfield Investment[J]. *Journal of Asian Economics*, 2021 (74).

### **The Curvilinear Impact of the Degree of Separation of Ownership and Control on Foreign Market Entry Mode Choice of Chinese Firms**

Wu Xianming Xu Jing

(Economics and Management School, Wuhan University, Wuhan, 430072)

**Abstract:** The strategic behavior of actual controller has a significant impact on firms' international strategy. Based on this, this paper takes Chinese A-listed firms on the Shanghai and Shenzhen Stock Exchanges that undertake outward foreign direct investment as the sample and explores the relationship between the degree of the separation of ownership and control and foreign market entry mode choice from the perspective of tunneling and propping theory. The results show that there is a U-shaped relationship between the degree of the separation of ownership and control and entry mode choice, that is, when the degree of separation of ownership and control is low, the decrease of propping effect dominates and actual controllers tend to choose the joint venture; when the separation of ownership and control exceeds a certain degree, the increase of tunneling effect dominates and actual controllers tend to choose the wholly-owned subsidiary. The weak institutional environment creates conditions for actual controllers to tunnel firms and also inhibits their willingness to prop up firms. Therefore, the higher the host country institutional risk the steeper the U-shaped relationship. Independent directors have a supervisory effect on the tunneling behaviors of actual controllers and also encourage them to support firms' long-term development. Therefore, board independence can flatten the U-shaped relationship. This paper provides a new theoretical perspective for understanding the entry mode choice of emerging market firms, and a certain theoretical basis for the government to effectively supervise the strategic behavior of actual controller.

**Key words:** Separation of ownership and control; Entry mode choice; Host country institutional risk; Board independence; Actual controller

专业主编: 陈立敏