

双重业绩反馈、内外部治理机制 与战略风险承担*



郭蓉¹ 文巧甜²

(1. 上海应用技术大学经济与管理学院, 上海 201418;

2. 交通银行博士后科研工作站, 上海 200336)

内容提要: 风险承担是企业应对竞争的一种重要的战略适应行为。企业为何承担风险, 何时承担风险, 在当前经济转型与产业升级背景下, 这些问题的探讨对企业的生存和发展具有重要的意义。本文基于企业行为理论, 探讨了前瞻性 with 后视性双重业绩反馈对企业战略风险承担的联合作用机制及调节效应, 得到以下结论: 第一, 从内部反馈看, 当实际业绩低于内部期望目标时, 业绩反馈越消极对企业战略风险承担的推动作用越强; 第二, 从外部反馈看, 由分析师预测引致的分析师评估差距影响企业冒险决策, 然而, 内外双重业绩反馈对战略风险承担行为的联合作用并不显著, 而是很大程度上依赖于企业的治理机制特征; 第三, 从内部治理机制视角, 当董事会权力越大时, 随着分析师评估差距扩大, 企业决策者趋于保守, 消极业绩反馈对战略风险承担的推动作用减弱; 第四, 从外部治理机制视角, 当机构投资者持股比例越高时, 随着分析师评估差距扩大, 企业决策者倾向于激进, 消极业绩反馈对战略风险承担的推动作用增强。本研究探讨了双重业绩反馈对企业战略风险承担的驱动机制, 揭示了治理机制在企业战略冒险决策中的影响效应, 为企业冒险行为研究与实践提供了理论参考。

关键词: 双重业绩反馈 战略风险承担 董事会权力 机构投资者持股

中图分类号: F272.0 **文献标志码:** A **文章编号:** 1002—5766(2019)08—0091—22

一、引言

企业如何在复杂多变的经济环境下进行风险承担选择, 是一个重要的战略决策。战略风险承担是企业应对变化的一种适应性行为, 也是一种资源消耗性行为。承担过多的战略风险会加重企业财务负担, 甚至导致经营陷入危机, 但战略风险承担不足可能使企业错失发展良机 (Chen 和 Miller, 2007^[1]; Wright 等, 1996^[2])。当前, 数字经济方兴未艾, 新技术对传统商业模式产生了极大影响, 企业面临前所未有的经营不确定性。控制风险是企业经营的一个基本要求, 而增加研发投入、开发新市场、建立战略联盟 (Chen 和 Miller, 2007^[1]; Kuusela 等, 2017^[3]; Ref 和 Shapira, 2017^[4]; Tyler 和 Caner, 2016^[5]) 等战略行为虽具有较高风险和成本, 但对企业追求创新与持续成长有着至关重要的意义。那么, 企业缘何承担风险, 又在何种情况下选择规避风险, 是一个值得深入探讨的研究问题。

收稿日期: 2019-01-16

* 基金项目: 国家社科基金项目“我国企业逆式跨国并购的势差阻滞效应与产业环境驱动机制研究”(15BGL019); 教育部人文社会科学研究规划基金“业绩反馈、分析师预测与企业战略风险承担研究”(18YJA630030)。

作者简介: 郭蓉, 女, 副教授, 研究方向是企业战略管理, 电子邮箱: platoguo@163.com; 文巧甜, 女, 讲师, 研究方向是战略管理、金融科技, 电子邮箱: cherry_0116@163.com。通讯作者: 郭蓉。

关于企业战略风险承担的驱动力,一直受战略管理和组织行为研究者所关注。前期学者从经验学习、经营业绩和组织结构等内生性视角探索影响企业冒险决策的因素(Greve,2003^[6];Greve,1998^[7];Joseph等,2016^[8]),也有学者从外生性因素探究企业战略风险承担的诱因,如技术变革、市场竞争、需求增长和投机动机等(Benner,2010^[9];Giaccotto等,2005^[10];Mcgrath和Nerkar,2004^[11])。值得注意的是,Gavetti和Levinthal(2000)^[12]从时间视野角度提出,企业行为决策是“向后看”与“向前看”思维模式的结合,即战略风险承担行为不仅依赖于决策者的历史经验和现状评估,还受到前景洞察和趋势预测等前瞻性思维的影响。那么,过去经验和未来认知是如何指导当前行动的呢?两者的联合作用将如何影响企业的战略风险承担决策?目前这方面的实证研究尚不多见,而企业行为理论和前景理论为此类问题研究提供了理论基础(Cyert和March,1963^[13];Kahneman和Tversky,1979^[14];Arfelft,2012^[15])。两个理论都认为,企业决策者是否承担风险的依据在于现实与期望之间的差距。当实际业绩低于期望目标时,消极业绩反馈将驱使决策者采纳更加冒险性的行为决策,这便是业绩反馈模式的基本思路。为此,本文将“向后看”与“向前看”的思维模式与业绩反馈范式结合起来,探讨双重业绩反馈下企业战略风险承担的问题。

还应看到,组织是由多重行动者组成的集体决策体系,组织决策是不同行为主体之间相互冲突、相互妥协的结果。面对业绩反馈,决策者们从不同视角有着不同的诠释。尤其当业绩反馈都呈现消极结果时,决策主体间的意见冲突与矛盾被放大。其中,董事会代表的内部治理机制和机构投资者代表的外部治理机制对企业战略冒险决策具有一定的监督与控制作用(Rowley等,2016)^[16](Su和Lee,2013^[17];Zhang和Gimeno,2016^[18])。在应对双重消极业绩反馈时,不同治理机制下的企业决策者会出现认知异质性,以致影响企业战略风险承担行为(武立东等,2018)^[19]。那么,面对消极反馈结果,董事会将如何通过权力影响,平衡利益相关者的质疑,进而做出战略应对?同样的,机构投资者在此战略风险决策中将扮演“价值选择者”还是“价值创造者”的角色?这些问题在前期研究文献中都未能给予充分的解释。因此,本文认为有必要从内外治理机制视角,探析企业应对双重业绩反馈的认知和行为差异,从而打开企业决策的“黑箱”。

因此,本文利用中国高科技上市公司数据构建三维交互模型对以下问题进行探讨:第一,前瞻性与后视性双重业绩反馈对企业战略风险承担的作用机制,即基于历史期望目标的消极业绩反馈与由分析师预测引致的评估差距之间的交互作用研究;第二,分别以董事会和机构投资者为代表的不同治理机制对双重业绩反馈影响过程的调节效应差异。理论研究框架如图1所示。

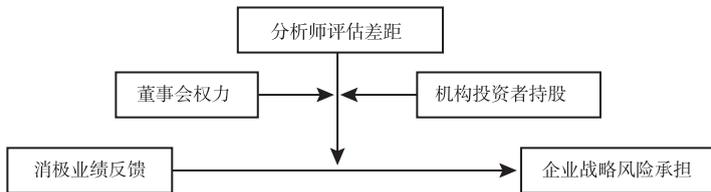


图1 理论研究框架

资料来源:本文绘制

本文研究表明,当企业经营业绩低于期望目标时,消极业绩反馈推动企业提升战略风险承担水平;然而,随着分析师评估差距的扩大,企业决策者之间的意见分歧加大,消极业绩反馈对企业战略风险承担的推动作用出现分化。进一步的,在董事会权力较高的企业中,利益冲突矛盾与反复磋商模式将削弱企业的冒险倾向,双重消极业绩反馈更可能迫使企业采取保守审慎的战略决策,避免遭受更大的风险冲击;而在机构投资者持股较高的条件下,投资者在资本市场中所呈现的信息挖掘、信号传递和市值管理作用凸显,双重消极业绩反馈则更可能促使企业采取冒险激进的战略决策,意图通过承担更强烈的风险实现创新变革,扭转业绩向下的颓势。

本文研究贡献体现在:其一,从后视性和前瞻性业绩反馈的双重视角研究了企业战略风险承担的驱动作用。虽然已有研究关注到业绩反馈对企业行为的影响具有多目标性特征,例如,分别以目标,探究企业冒险行为的动因,但较少有文献对多种期望目标如何共同作用于企业冒险决策的过程进行研究。本文以历史经验和前景认知为参照,将业绩反馈的时间范围拉长,研究不同视角维度的反馈对企业冒险行为的影响。其二,探讨了内外治理机制对双重业绩反馈作用过程的调节效应,并基于董事会的风险监控职能与机构投资者的决策监督行为,进一步分析检验了调节效应产生的内在机理和传导机制。现有文献鲜少涉及多重业绩反馈与治理机制的交互作用研究。

二、研究述评与理论假设

1. 消极业绩反馈与企业冒险决策

企业行为理论提出,企业是目标导向型体系,其行为具有参考依赖和规则遵循特征(Cyert 和 March, 1963)^[13]。其中,业绩反馈理论是企业行为理论的核心内容,它为企业冒险行为的驱动力研究提供了理论支撑(Greve, 2008)^[20]。它认为,有限理性的决策者为简化决策过程会设定业绩目标或期望水平作为业绩评估的参考点,将实际业绩与期望目标的差距作为决策的依据,引导后续冒险行为:如果业绩高于期望水平,当前经营被框定为获益,即积极业绩反馈状态,进而冒险行为动机较弱;反之,如果业绩低于期望水平,当前经营被框定为受损,即消极业绩反馈状态,为缩小业绩期望差距,企业问题搜寻和战略风险承担的动机增强,进而可能增加研发强度或资本性支出(Che 和 Miller, 2007^[1]; Latham 和 Braun, 2009^[21])、推进技术联盟或战略变革(Markovitch 和 Reger, 2005^[22]; Greve, 2003^[23])等。

通过梳理文献可以发现,前期学者较多基于“反馈—反应”范式,关注消极业绩反馈对企业战略决策的影响,而且,较多研究以单一期望目标为战略参考点,考察业绩期望差距对企业冒险行为的影响。然而,企业并不是孤立的个体,而是生存在一定社会经济环境中的有机体,其行为决策受到多重期望目标影响(Lucas 等, 2018^[24]; Baumann 等, 2019^[25])。为此,越来越多的学者关注企业决策过程中多重期望目标对战略选择的作用机理,例如, Greve (2008)^[20]研究发现,在盈利性目标与规模性目标的共同影响下,企业决策会出现序贯关注和关注转换的特征; Chen (2008)^[26]将基于企业历史业绩的期望目标与管理层预测目标同时纳入业绩反馈决策模型,探究两种业绩反馈对企业研发投资决策的影响; Rowley 等 (2016)^[16]基于业绩反馈模型,研究了外部机构对企业治理状况的排名与企业内部盈利目标对企业治理行为的共同作用机制。

从组织学习理论的视角看,组织学习的途径既包括对以往过去的经验性学习,也包括对未来可能性的展望性学习(Argote 和 Greve, 2007^[27]; 陈国权, 2016^[28])。将组织学习的时空维度与业绩反馈范式结合,便形成了“向后看”与“向前看”的行为决策模式。其中,战略目标是影响企业制定冒险决策的关键。已有文献中关于后视性业绩反馈决策模式通常是以历史业绩或行业平均业绩为参考目标,将实际业绩与期望目标的差距作为决策依据,反映了企业渐进性试错学习和适应性战略调整的过程。而前瞻性决策思维是基于企业发展前景和对预期行为结果的认知,虽然此模式中的参考点的选择和界定具有相当的主观性和模糊性(Holmes, 2011)^[29],但越来越多的组织战略研究者关注未来认知对企业冒险行为的驱动作用(Arrfelt, 2012^[15]; Labianca 和 Parzen, 2009^[30]),尤其对于竞争环境快速变化的行业,未来导向的决策模型具有重要的理论和实践价值。其中,证券分析师预测企业业绩被学者们视为企业前瞻性思维模式的典型代表,其对上市公司的竞争行为和战略风险承担决策起着不可忽视的作用。

分析师预测是资本市场发展的产物,是否实现分析师预测成为衡量企业经营现状和未来业绩的指征(Gentry 和 Shen, 2013^[31]; 许年行等, 2012^[32]),并作为一种“向前看”的外部业绩反馈影响企

业行为。证券分析师通过收集、处理、过滤和分析宏观经济、行业发展趋势、企业战略和经营业绩等相关信息,对企业业绩前景进行预测并对股票评级和推荐,以此影响投资者行为和股价(Washburn和Bromiley,2014)^[33]。当未实现分析师预测目标,企业为维护企业声誉和资本市场融资渠道,进行实质性战略调整或象征性策略应对,如改变竞争模式或进行盈余管理(Zhang和Gimeno,2016^[18];Benner和Ranganathan,2012^[34])。目前,学界存在两种相反的研究结论。有学者认为,分析师对未来竞争环境和技术发展的展望推动企业积极承担风险、探索创新(Benner,2010)^[9];也有学者指出,短期性导向的分析师预测对企业经营形成难以避免的资本市场业绩压力,管理者为实现预期目标容易出现代理问题和短视行为,从而抑制长期性投资和创新活动(Zhang和Gimeno,2016)^[18]。在中国情境下,由于资本市场发展起步较晚,相关制度设计尚不完善,分析师预测受信息披露制度、信息披露质量以及潜在利益冲突的影响,存在系统性偏差和主观性偏误,以致影响其有效性和准确性(储一昀和仓勇涛,2008^[35];方军雄,2007^[36];郭杰和洪洁瑛,2009^[37])。由分析师预测引致的资本市场业绩压力是推动还是抑制消极反馈企业进行战略风险承担,还处于探讨中。当然,探究此问题,需进一步明晰决策主体的风险偏好和压力感知,其中企业治理机制在战略风险承担与控制中发挥的作用值得关注。本文认为,当消极业绩反馈企业面临巨大的资本市场业绩压力时,作为内部治理机制的“守护者”的董事会和作为外部治理机制的“捍卫人”的机构投资者,都将在企业决策选择中发挥意见引导作用,使战略风险承担决策最终成为一种多方权力联盟动态博弈的结果。

2. 前瞻性 with 后视性双重业绩反馈与战略风险承担

(1) 后视性消极业绩反馈与战略风险承担。企业行为理论认为,经营状况是企业选择战略决策的基础(Cyert和March,1963)^[13]。有限理性的决策者通常将实际业绩与设定的参考目标或期望水平相比较,通过简化的决策规则评估企业是否需要战略调整:如果实现期望目标,决策者倾向于安于现状、战略持续;如果未实现期望目标,决策者将启动问题搜寻,采用激进的、冒险创新性方法推动战略变革,例如进入新市场或引进新技术(Greve,1998^[7];Ketchen和Palmer,1999^[38]),导入新产品或淘汰现有产品线(Joseph等,2016^[8];Gaba和Joseph,2013^[39]),启动企业风险投资或实施扩张战略(Gaba和Bhattacharya,2012^[40];Iyer和Miller,2008^[41])。

虽然这些冒险决策存在使企业业绩进一步恶化的潜在风险,处于消极业绩反馈下的决策者往往相对于积极业绩反馈的状态的决策能承受更大的风险。从行为动机视角,消极业绩反馈表明企业经营存在问题,损失规避心理促使企业启动搜寻行为,寻找问题和解决方案;从适应与竞争视角,业绩低于期望水平将激励企业为获取竞争资源和发展机会而进行冒险和变革,并积极推动探索性和开发性创新,以适应环境变化(文巧甜和郭蓉,2017)^[42];从压力视角,业绩下滑所表现的技术压力和经营压力也促进企业承担更多战略风险。

对于高科技企业,随着技术更迭加速、行业竞争加剧,企业竞争优势不断受到挑战,战略跟随与模仿并不能显著且持续的提升业绩。虽然对新技术和新产品的探索需要大量投入且存在较高风险,但高科技企业的生存和适应就是在不断的试错和探索过程中得以提升。业绩反馈越消极,决策者的经营压力加大,为提升业绩而进行冒险行为的动机越强,进而战略风险承担程度越高。因此,本文提出如下假设:

H₁: 当企业实际业绩低于期望水平时,业绩反馈越消极,企业战略风险承担水平越高。

(2) 分析师评估差距对消极业绩反馈作用过程的调节效应。证券分析师作为资本市场发展的产物,利用其信息获取优势、经验和专业知识,通过收集、分析、处理和挖掘企业当前经营情况和行业发展趋势相关信息,发布有关企业盈余预测和未来投资建议的报告,是影响投资者行为的一个重要中间角色。分析师预测机制以更低成本和更高效率实现信息到价值的转换,有利于减少不确定

和信息不对称影响,促进资本市场更加有效的发挥资源配置功能,同时也作为一种外部监管机制约束企业行为(Jensen 和 Meckling,1976)^[43]。未实现分析师预测会影响股价波动和投资者行为,企业会因此而做出反应(Zhang 和 Gimeno,2010)^[44]。

业绩反馈决策模型中,企业历史业绩或行业业绩作为一种内源性、后视性、经验依赖的战略参考目标驱动企业承担战略风险,而分析师预测则作为一种外源性、前瞻性、制度框架下的短期参考目标推动企业进行战略调整和应对。消极业绩反馈企业同时遭遇分析师评估差距不断扩大时,企业面临的危机被放大,为了提升业绩,企业会提高战略风险承担水平,因为:

第一,基于内部期望和外部预期的业绩反馈都出现落差时,企业面临“内忧外患”的双重压力,在股东和投资者为代表的内外双重审视下,企业倾向于采取战略冒险行为而走出经营困境。消极业绩反馈传递经营出现问题的警示性信号,迫使企业审慎思考经营活动和战略规划,而资本市场的负面反应放大了经营困境,组织的声誉和行为合法性受到质疑,利益相关者则要求企业为业绩下滑给出合理解释并及时应对(Greve 和 Teh,2018)^[45]。随着分析师评估差距的扩大,消极业绩反馈企业将采用一些实质性的战略冒险行为,比如导入新产品、进入新市场、重新战略定位等(Ref 和 Shapira,2016^[4];Morrow,2007^[46];Park,2007^[47]),以此获得利益相关者的认可,挽救不断恶化的经营局面。

第二,基于“向后看”的历史性反馈和“向前看”前瞻性反馈都出现落差时,双重业绩评估标准放大了企业当前存在的问题和迫切变革需求,战略风险承担动机提高。当后视性业绩评估出现消极反馈的信号时,损失规避心理提高了企业对风险的忍耐度(贺小刚等,2017^[48];李溪等,2018^[49])。若前瞻性业绩预测也同时出现消极反馈信号时,分析师评估差距扩大将促使管理者思考当前战略存在的问题,为改善经营而实施搜寻、冒险和变革。对于高科技行业,技术更迭和产业变迁给企业带来了机遇与挑战,基于历史和未来的消极反馈将激发高科技企业为生存和竞争而追求冒险与创新。因此,本文提出如下假设:

H₂:分析师评估差距越大,消极业绩反馈对企业战略风险承担的推动作用越强。

3. 内外部治理机制的调节效应

每种业绩反馈都是企业经营情况的一个侧面反映,业绩反馈在组织战略决策中能否有效发挥影响,取决于决策主体对两种业绩反馈的解读。面对双重消极业绩反馈,不同治理机制下的决策者对风险和压力的认知存在差异,进而影响其战略冒险性选择。

(1)董事会权力与分析师评估差距的联合调节效应。董事会作为连接股东和管理者的桥梁,是企业治理机制的核心,具有资源提供、咨询建议和代表股东和外部利益相关监督企业行为的三大职能(Krause,2014)^[50]。董事会权力反映了董事会成员通过正式或非正式手段实现其所期望结果的能力。面对双重消极业绩反馈,董事会的决策参与度提升,同时企业内部不同行为主体之间的利益冲突被放大(Desai,2015)^[51],若董事会权力越大,其与管理者、投资者等的利益分歧越严重且难以达成一致意见,以致战略风险承担水平减弱。这是因为:

第一,资本市场消极反馈激化了董事会内部矛盾与冲突。董事会是由多重行动者组成的集体决策体系,决策者们具有不同的风险偏好和身份。不同利益集团进行决策时,组织目标常常是多重的、不一致的、不稳定的,且决策过程具有政治性和冲突性(March,1994)^[52]。组织内权力结构对组织决策有着重要影响,战略冒险程度往往反映权力占优一方的风险偏好(王垒等,2018)^[53]。随着资本市场业绩压力加大,所有者、管理者、投资者在风险偏好和投资视野方面的分歧随之扩大,以致减少冒险活动。研究发现(Su 和 Lee,2013^[17];Gomez-Mejia 等,2018^[54]),业绩下滑将导致董事会内部斗争加剧,尤其对于家族企业的董事们,考虑到股权价值降低将威胁其控制权并导致社会情感财富损失,则更倾向于选择短视行为,比如减少研发投入、增加短期营销支出,以缓解当前业绩

压力。

第二,双重消极反馈提高了董事会战略参与程度和权力影响。首先,董事会持有股权比例越高,责任心和影响力越大,面对消极反馈,董事会对战略决策参与度和对管理者行为的监控力度都相应提高。然而,董事会内部不同股东在利益导向和风险偏好上存在差异,那么董事会的高度参与和监管可能会减缓消极反馈企业的反应速度、削弱战略变革程度(Dalton等,2007)^[55]。其次,业绩反馈越消极,管理者和股东在经营目标和风险偏好上的意见分歧和冲突被加强,企业可能最终选择风险中性得以妥协,比如通过盈余管理和增加短期销售支出缓解当前经营困境,因而长期性冒险创新活动减少,选择承担更多风险而实施战略变革的动机减弱(Desai,2015^[51];贺小刚等,2015^[56])。因此,本文提出如下假设:

H₃:分析师评估差距对消极业绩反馈与企业战略风险承担之间关系的调节作用依赖于董事会权力特征。当董事会权力越高时,随着分析师评估差距扩大,消极业绩反馈对企业战略风险承担的推动作用被削弱。

(2)机构投资者持股与分析师评估差距的联合调节效应。机构投资者在企业战略决策中的角色究竟是监督者还是投机者的问题一直处于探讨中,但机构投资者对企业治理的效应愈发引起关注(Zhang和Gimeno,2016)^[18]。本文认为,机构投资者持股比例越高,对内外反馈信号越重视,相比于股权分散的投资者,机构投资者更有能力和动机对企业行为决策进行积极监管(Jensen和Meckling,1976)^[43],从而推动消极反馈企业实施战略冒险行为。这是因为:

第一,双重消极反馈提升了机构投资者信息识别和管理监督动机,从而推动企业改善治理,减少代理问题。市场投资者中,机构投资者往往是信息需求、解读和传递的重要群体,相对于分散股权的投资者,他们更有机会、资源和能力获得及时准确信息并监督约束企业管理层行为(Desai,2015)^[51]。当企业遭遇分析师评估差距扩大时,高股权投资的机构股东更有动机收集信息,探究导致企业业绩下滑的问题所在。对于所持股权比例较高的机构投资者,从投资理念上更重视价值投资和支持企业长期价值导向的战略行为,从而监督管理者行为,推动企业改善治理,提高战略风险承担,减少代理问题。

第二,双重消极反馈增强了机构股东的自我保护和长期投资倾向,驱动企业实施长期价值创造战略。首先,相对于小投资者,机构股东因多元化和规模化持股,更具成本优势和专业能力实现自我保护和提升投资价值。机构投资者持股规模影响机构投资者对公司决策影响能力。如果机构投资者持股比例高,持有时间相对较长且股票流动性差,则有更大的动力监督公司管理层;当机构投资者持有股权相对较小时,如果企业业绩下滑且管理层改进行为不积极,他们将逐步清理相关投资,用脚投票;其次,持股比例较高的机构投资者在面对分析师评估差距时,往往有较强的抗压能力,为了获取持续投资收益,会鼓励企业长期价值投资,并保持与管理层的互动,实现长期价值回报。最后,当企业遭遇业绩下滑的危机状况时,机构投资者表现出较强的积极监督作用,利用其信息优势、专业技能和股权影响增强了其监督作用,相比于其他外部监管机制更能有效抑制企业的投机行为和代理问题。因此,本文提出如下假设:

H₄:分析师评估差距对消极业绩反馈与企业战略风险承担之间关系的调节作用依赖于机构投资者持股比例。当机构投资者持股比例越高时,随着分析师评估差距扩大,消极业绩反馈对企业战略风险承担的推动作用被强化。

三、研究设计

1. 样本选择与数据来源

由于我国从2007年实施新会计准则,故以2007年作为数据搜集的起始点。考虑到不同行业

间产品生产周期、战略冒险行为等有显著的差异(Li 和 Tang,2010)^[57],参考以往相关主题的研究方法(Li 等,2008)^[58],本文选取 2007—2017 年在深沪 A 股上市的高科技公司为研究对象,因为此行业处于高度动态变化的环境中,技术更新加速、产品开发周期缩短,企业对市场前景和业绩反馈信息较敏感性,而且战略风险承担对企业生存和竞争的至关重要。同时,为确保样本选择的合理性,本文剔除了 ST、PT 和数据缺失严重的样本,最终获得 2007—2017 年共计 444 家公司、1817 个非平衡面板观测值。为克服离群值的影响,对连续变量上下各 1% 的极端值进行缩尾处理,其中主要数据来自 CSMAR 数据库和 CCER 数据库,并通过新浪财经网和金融界等专业网站进行数据核实。就样本企业所处区域分布,大部分样本集中在东南地区(占总样本量的 50.23%),其次是环渤海地区(22.52%)、中部(10.59%),以及西南地区(8.56%);就样本企业所属性质统计,国有企业占样本总量的 30.04%,非国有企业占 68.96%。

2. 变量定义与模型设定

(1) 因变量。战略风险承担($Srt_{i,t}$),表示企业 i 在 t 期的战略风险承担程度。借鉴前期学者研究方法(Kishgephart,2015)^[59],本文通过以下指标来衡量企业战略风险承担程度:①研发支出,即企业年度投入研究开发的支出总额;②资本支出,指经营租赁所支付的现金,即购建固定资产、无形资产和其它长期资产所支付的现金,再减去处置固定资产、无形资产和其他长期资产而收回的现金净额;③长期负债,即年度长期负债各项目的总和。由于研发投入金额、资本支出和长期负债水平反映企业对未来收益不确定项目的投入力度,在一定程度上体现了企业战略风险承担倾向。此方法采用一些典型的战略风险承担支出作为管理风险承担水平的代理变量,表现企业在资源配置方面积极主动的战略选择,与本文所关注的战略风险承担行为是一致的。考虑到战略行为的多样性和协同性特征,并综合体现企业战略风险承担水平,本文对研发支出、资本支出和长期负债指标进行主成分分析,结果显示 KMO 为 0.669,且 Bartlett's 球形检验的 Chi-Square 达到显著水平($p < 0.01$),因子分析的累计百分比为 84.875%,表明这三个指标能较好的聚合为一个因子,因子载荷分别为 0.598、0.604、0.527。

(2) 自变量。消极业绩反馈($Ngap_{i,t}$),也称业绩期望落差,表现企业实际业绩低于期望水平的情况,即业绩未实现企业期望目标的状态,通常用实际业绩与期望水平之差来衡量。参考以往研究文献(Greve,2008)^[20],实际业绩($Perf_{i,t}$)由资产收益率(ROA)来衡量。本文借鉴 Rudy(2016)^[60]的研究方法,对期望水平($Asp_{i,t}$)的测量采用由历史业绩期望和行业业绩期望加权组合而成的综合业绩期望水平。具体计算公式如下:

$$Asp_{i,t} = \alpha_1 SA_{i,t} + (1 - \alpha_1) HA_{i,t} \tag{1}$$

$$SA_{i,t} = (\sum_{j \neq i} Perf_{j,t}) / (N - 1) \tag{2}$$

$$HA_{i,t} = \alpha_2 HA_{i,t-1} + (1 - \alpha_2) Perf_{i,t-1} \tag{3}$$

式(1)中的综合期望水平($Asp_{i,t}$)是由式(2)中的行业业绩期望水平($SA_{i,t}$)和式(3)中的历史业绩期望水平($HA_{i,t}$)加权组合而得。其中,行业业绩期望水平($SA_{i,t}$)是企业 i 所在行业内除企业 i 外其他公司的业绩均值,历史业绩期望水平($HA_{i,t}$)是由企业 i 在 $t-1$ 期的历史业绩期望水平与其在 $t-1$ 期的实际业绩的加权组合。 α_1 和 α_2 代表权重,是介于[0,1]间的数值。具体方法为:首先,对于式(3)中的历史业绩期望水平($HA_{i,t}$),参考 Chen(2008)^[26]的研究方法,将权重值 α_2 设定为 0.4,这表示企业 i 在 t 期的历史业绩期望水平是由企业 i 在 $t-1$ 期的历史业绩期望水平($HA_{i,t-1}$) (权重为 0.4)与企业 i 在 $t-1$ 期的实际业绩($Perf_{i,t-1}$) (权重为 0.6)的加权组合。其次,对于式(1)中的综合期望水平,参考 Rudy(2016)^[60]的测量方法,本文将 α_1 从 0.5 开始,每递增 0.1 并根据估计模型的拟合值进行权重设定。结果显示,最佳拟合值出现在 $\alpha_1 = 0.7$ 时。参照以往研究方法,本文在之后的回归中仅将 $\alpha_1 = 0.7$ 和 $\alpha_2 = 0.4$ 时所得的综合期望水平带入模型进行检验。

当企业实际业绩($Perf_{i,t}$)低于期望水平($Asp_{i,t}$)时,两者的差距($Perf_{i,t} - Asp_{i,t}$)就表现业绩期望落差,即消极业绩反馈状态($Ngap_{i,t}$)。反之,当企业实际业绩高于期望水平时是业绩期望顺差,即积极业绩反馈状态($Pgap_{i,t}$)。进一步,设置虚拟变量 I_1 ,当企业处于消极业绩反馈时 I_1 赋值为1,则 $I_1 * (Perf_{i,t} - Asp_{i,t})$ 表示实际业绩低于期望水平的差距,其值越小,说明差距越大。为了便于理解,本文对业绩期望落差 $I_1 * (Perf_{i,t} - Asp_{i,t})$ 进行了绝对值处理,得到消极业绩反馈变量($Ngap_{i,t}$),其值越大,则表明业绩与期望目标的落差越大,业绩反馈情况越糟糕。同理,当企业处于业绩期望顺差状态(积极业绩反馈)时,设置 I_1 等于0,那么由 $(1 - I_1) * (Perf_{i,t} - Asp_{i,t})$ 得到积极业绩反馈变量($Pgap_{i,t}$),其值越大,表明实际业绩超过期望目标越多,业绩反馈情况越好。

(3)调节变量。1)分析师评估差距($Afgap_{i,t}$),是指企业实际业绩与分析师预测业绩水平的差距,通常用每股收益(EPS)来衡量。借鉴Puffer和Weintrop(1991)^[61]、Gentry和Shen(2013)^[31]的研究方法,分析师评估差距变量采用证券分析师预测的每股收益与企业实际每股收益之差与分析师预测的每股收益的比率来衡量。其中,可能存在多个分析师对于同一家公司在同一时间范围内发布多个业绩预测值,那么为了获得“一致性”预测值,分析师预测的每股收益是取多个分析师最终预测值的平均来表示。考虑到证券分析师们对企业每股收益预测的基准有差异,本文采用比率测量方法来更好的体现预测业绩与实际业绩的相对差距。分析师评估差距的值越大,则表明企业未实现分析师预测业绩的程度越高,经营状况不佳,未实现资本市场业绩预期,进而企业所感知的经营压力和竞争威胁越大。分析师评估差距的值越小,则意味着企业经营状况较好,实现或超过证券分析师预测业绩。2)董事会权力($Bpur_{i,t}$),即衡量董事会相对于CEO的权力。借鉴Zajac和Westphal(1996)^[62]的研究方法,该指标是选取4个维度的指标来测量:①董事长和CEO是否两职分离,是则取值为1,若两职兼任则为0;②董事会成员相对任期,由董事会成员平均任期与CEO的任期之比来衡量。此值越高,表明董事会通过对组织资源配置和运营管理方法具有的默契和熟悉度较高,因而具有较高的专家权力;③外部独立董事比例,由独立董事人数与董事总人数之比来表示。此值越高,表明董事会独立性越高;④董事会持股比例,由董事会持股与总股数之比来测量。然后,分别对这四个指标进行标准化操作,而后加总得到董事会权力指标。该指标值越大,说明董事会相对于CEO的权力越大,进而在公司治理和企业战略决策过程中的监督和控制力越强,战略参与程度越高,且对战略决策的风险和收益更为敏感。3)机构投资者持股比例($Inst_{i,t}$),采用年末前十大机构投资者持股比例之和来度量。

(4)控制变量。根据以往研究文献(Chen,2008^[26];Li和Tang,2010^[57];Shinkle,2012^[63]),本研究中主要包括以下4大类控制变量:1)组织属性。①企业规模($Size_{i,t}$),即企业期末总资产的自然对数;②企业年龄($Age_{i,t}$),即公司成立时间的自然对数;2)财务状况。①组织冗余($Slack_{i,t}$),定义为流动比率、资产负债率和费用收入比这三个值的均值;②净资产收益率($Roe_{i,t}$),净利润与股东权益余额的比例;③债务资本比($Debt_{i,t}$),以产权比率来衡量,表现企业偿债能力;④无形资产比率($IARat_{i,t}$),采用无形资产净值与总资产的比例;3)经营处境。①市场份额($Mktshr_{i,t}$),即为企业主营业务收入与行业主营业务收入之比;②行业销售增长率($Igrow_{i,t}$),用行业的年度主营业务收入增长率来衡量;③历史业绩期望差距($Had_{i,t}$),用企业实际业绩($Perf_{i,t}$)与历史期望水平($HA_{i,t}$)之差来表示;④积极业绩反馈($Pgap_{i,t}$),本文着重关注消极业绩反馈与企业战略风险承担之间的关系,由于业绩反馈结果是由分段函数的形式表示,考虑到模型的现实性和完整性,本研究同时把积极业绩反馈作为控制变量纳入模型中。此外,还设定了年度和行业两个虚拟变量来控制年度变化趋势与行业经济发展差异对企业行为决策的可能影响。参考以往研究(Chen,2008)^[26],由于分析业绩反馈和业绩预测对企业后续决策行为的影响关系,本文的自变量、调节变量和控制变量均采取了相对于因变量滞后一期的测量。

四、检验结果与分析

1. 描述性统计与相关性分析

表1显示了主要变量的描述性统计,战略风险承担($Srt_{i,t}$)的均值是0.008,消极业绩反馈($Ngap_{i,t}$)的均值是0.016,分析师评估差距($Afgap_{i,t}$)的均值是0.142,表明证券分析师预测盈余比实际盈余略高。此外,董事会权力($Bpwr_{i,t}$)的均值是-0.057,机构投资者持股($Invst_{i,t}$)的均值为0.086。从表1的相关性分析看,消极业绩反馈与战略风险承担显著正相关($p < 0.01$),即消极业绩反馈越大,企业战略风险承担程度越高。分析师评估差距与战略风险承担是负相关但不显著($p > 0.1$),与消极业绩反馈之间呈显著正相关($p < 0.01$)。董事会权力与战略风险承担水平为显著正相关($p < 0.01$),与分析师评估差距也是显著正相关($p < 0.01$)。机构投资者持股与战略风险承担呈正相关但不显著关系($p > 0.1$),但分别与消极业绩反馈和董事会权力为显著负相关($p < 0.01$),且与分析师评估差距也呈显著负相关关系($p < 0.05$)。

表1 主要变量描述性统计与相关性分析

代码	变量名称	1	2	3	4	5	6	7	8	9
1. $Srt_{i,t}$	战略风险承担	1								
2. $Ngap_{i,t}$	消极业绩反馈	0.086 ***	1							
3. $Afgap_{i,t}$	分析师评估差距	-0.0020	0.421 ***	1						
4. $Bpwr_{i,t}$	董事会权力	0.109 ***	-0.0080	0.073 ***	1					
5. $Invst_{i,t}$	机构投资者持股	0.00100	-0.131 ***	-0.041 *	-0.174 ***	1				
6. $Shzd_{i,t}$	股权制衡度	-0.0020	-0.0150	0.047 **	0.069 ***	-0.0270	1			
7. $HHL_{i,t}$	行业竞争性	-0.277 ***	0.0100	0.0340	0.0120	0.0100	0.108 ***	1		
8. $Size_{i,t}$	企业规模	0.657 ***	0.0140	-0.0060	0.0380	0.088 ***	-0.169 ***	-0.207 ***	1	
9. $Age_{i,t}$	企业年龄	-0.093 ***	-0.090 ***	0.078 ***	0.275 ***	-0.162 ***	0.065 ***	0.0270	-0.257 ***	1
10. $Soe_{i,t}$	企业性质	0.174 ***	0.073 ***	-0.095 ***	-0.271 ***	0.113 ***	-0.282 ***	-0.192 ***	0.324 ***	-0.289 ***
11. $Slack_{i,t}$	组织冗余	-0.138 ***	-0.108 ***	0.074 ***	0.085 ***	-0.0370	0.213 ***	0.073 ***	-0.245 ***	0.212 ***
12. $Mkshtr_{i,t}$	市场份额	0.546 ***	0.0300	-0.045 *	0.0350	0.0360	0.0130	-0.214 ***	0.515 ***	-0.210 ***
13. $Igrow_{i,t}$	行业销售增长率	0.00001	0.0300	-0.056 ***	-0.0100	0.0360	0.040 *	-0.0060	-0.061 ***	-0.0150
14. $IArat_{i,t}$	无形资产比率	0.0260	0.181 ***	0.138 ***	0.052 **	-0.0360	0.00600	0.00600	-0.077 ***	0.083 ***
15. $Roe_{i,t}$	净资产收益率	-0.128 ***	-0.661 ***	-0.282 ***	0.043 *	0.100 ***	0.129 ***	-0.0100	-0.113 ***	0.117 ***
16. $Debt_{i,t}$	债务资本比	0.360 ***	0.315 ***	0.057 ***	-0.0290	0.057 **	-0.181 ***	-0.070 ***	0.440 ***	-0.254 ***
17. $Had_{i,t}$	历史期望差距	-0.0030	-0.429 ***	-0.542 ***	-0.0380	0.042 *	-0.0170	0.0110	0.00600	-0.053 **
18. $Pgap_{i,t}$	积极业绩反馈	-0.112 ***	-0.367 ***	-0.169 ***	-0.0010	0.148 ***	0.068 ***	0.060 **	-0.041 *	0.0310
	均值	0.008	0.016	0.142	-0.057	0.086	0.707	0.934	21.61	7.6
	标准差	0.373	0.028	0.234	1.279	0.097	0.617	0.141	0.978	0.002
代码	变量名称	10	11	12	13	14	15	16	17	18
10. $Soe_{i,t}$	企业性质	1								
11. $Slack_{i,t}$	组织冗余	-0.230 ***	1							
12. $Mkshtr_{i,t}$	市场份额	0.179 ***	-0.171 ***	1						
13. $Igrow_{i,t}$	行业销售增长率	-0.0390	0.0100	0.132 ***	1					
14. $IAratio_{i,t}$	无形资产比率	-0.093 ***	0.111 ***	-0.099 ***	0.0120	1				
15. $Roe_{i,t}$	净资产收益率	-0.234 ***	0.398 ***	-0.125 ***	0.090 ***	0.0280	1			
16. $Debt_{i,t}$	债务资本比	0.296 ***	-0.445 ***	0.315 ***	-0.0190	-0.077 ***	-0.458 ***	1		
17. $Had_{i,t}$	历史期望差距	0.040 *	-0.081 ***	0.039 *	0.078 ***	-0.098 ***	0.357 ***	0.0230	1	
18. $Pgap_{i,t}$	积极业绩反馈	-0.102 ***	0.177 ***	-0.058 **	-0.0090	-0.149 ***	0.623 ***	-0.319 ***	0.351 ***	1
	均值	0.384	1.379	0.014	0.194	0.094	0.117	0.706	-0.001	0.022
	标准差	0.486	1.348	0.027	0.115	0.105	0.116	0.636	0.039	0.035

注: * $p < 0.1$, ** $p < 0.05$, *** $p < 0.01$; $n = 1817$;消极业绩反馈是取绝对值后的值;企业规模、企业年龄是经过自然对数处理后的值

资料来源:本文整理

2. 回归检验结果

考虑到多重共线性可能造成的影响,本文对交互项中的连续变量进行中心化处理,且同时对所有进入模型的解释变量和控制变量进行方差膨胀因子(VIF)诊断,结果显示所有解释变量的方差

独立于其他解释变量的比例在 23% ~ 89% 之间,平均 VIF 为 2.18。由于非平衡面板数据可能存在异方差、时序相关和横截面相关等问题,故本文采用 Driscoll-Kraay 标准误进行估计。

(1) 总体样本检验。本文采用层级回归的方法,对分析师评估差距、董事会权力和机构投资者持股对消极业绩反馈与战略风险承担之间关系的调节作用进行检验,结果由表 2 所示。模型 1 为包括所有控制变量和调节变量在内检验结果的基准模型,该模型调整后的可决系数达到 61.7%,说明所纳入模型的变量能够在很大程度上对企业战略风险承担作出解释。模型 2 是在模型 1 基础上同时加入自变量消极业绩反馈 ($Ngap_{i,t}$) 及积极业绩反馈 ($Pgap_{i,t}$),结果显示,消极业绩反馈消极业绩反馈 ($Ngap_{i,t}$) 的回归系数显著为正 ($\beta = 1.134, p < 0.01$),且在后续加入调节变量交互项的模型回归检验中此结果仍然稳健,表明当实际业绩低于期望水平时,随着业绩反馈结果越消极,企业战略风险承担的程度越高,因此,假设 H_1 得到验证。

模型 3 是基于模型 2 加入消极业绩反馈、分析师评估差距和董事会权力这 3 个变量的两两交互项。可以看到,消极业绩反馈与分析师评估差距的交互项 ($Ngap_{i,t} * Afgap_{i,t}$) 的回归系数为正但不显著 ($\beta = 0.435, p > 0.1$),然而从后续的模型 4 回归结果可看到,在加入与董事会权力调节变量的三维交互项时,消极业绩反馈与分析师评估差距的二维交互项 ($Ngap_{i,t} * Afgap_{i,t}$) 的回归系数显著为正 ($\beta = 1.153, p < 0.1$),说明分析师评估差距对消极业绩反馈与企业战略风险承担的关系具有正向调节作用,但此调节效应依赖于董事会权力。因此,假设 H_2 得到部分支持。

模型 4 在模型 3 基础上将消极业绩反馈、分析师评估差距和董事会权力 ($Bpwr_{i,t}$) 的三维交互项纳入模型,结果显示,此三维交互项的回归系数显著为负 ($\beta = -3.414, p < 0.01$),且 ($Ngap_{i,t} * Afgap_{i,t}$) 的交互项显著为正 ($\beta = 1.153, p < 0.1$),这意味着分析师评估差距对消极业绩反馈与企业战略风险承担之间的调节作用依赖于董事会权力,对于董事会权力较高的企业,随着分析师评估差距扩大,消极业绩反馈对企业战略风险承担的推动作用增强。因此,假设 H_3 得到支持。

模型 5 是在模型 2 基础上加入机构投资者持股 ($Inst_{i,t}$) 分别与消极业绩反馈和分析师评估差距的二维交互项。结果表明,三个二维交互项都为正但不显著,且在加入这三个变量的三维交互项后此结果仍不改变。然而,模型 6 在模型 5 基础上加入消极业绩反馈、分析师评估差距和机构投资者持股的三维交互项后,结果显示,此三维交互项的回归系数显著为正 ($\beta = 38.170, p < 0.05$),这表明消极业绩反馈、分析师评估差距和机构投资者持股的三维交互对企业战略风险承担行为有显著的影响,即对于机构投资者持股比例较高的企业,分析师评估差距扩大会增强消极业绩反馈与战略风险承担之间的正向关系。因此,假设 H_4 得到验证。

表 2 消极业绩反馈、分析师评估差距与企业战略风险承担之间关系的检验结果

	模型 1	模型 2	模型 3	模型 4	模型 5	模型 6
$Ngap_{i,t}$		1.134 *** (0.21)	1.072 *** (0.22)	1.054 *** (0.24)	1.075 *** (0.22)	1.103 *** (0.22)
$Ngap_{i,t} * Afgap_{i,t}$			0.435 (0.60)	1.153 * (0.67)	0.537 (0.67)	0.567 (0.61)
$Afgap_{i,t} * Bpwr_{i,t}$			0.0170 (0.02)	-0.00300 (0.02)		
$Ngap_{i,t} * Bpwr_{i,t}$			0.146 (0.15)	0.514 ** (0.22)		
$Ngap_{i,t} * Afgap_{i,t} * Bpwr_{i,t}$				-3.414 *** (0.28)		
$Afgap_{i,t} * Inst_{i,t}$					0.0950 (0.48)	0.0590 (0.45)

续表 2

	模型 1	模型 2	模型 3	模型 4	模型 5	模型 6
$Ngap_{i,t} * Invst_{i,t}$					7.047 (6.72)	6.922 (5.14)
$Ngap_{i,t} * Afgap_{i,t} * Invst_{i,t}$						38.170** (19.25)
$Afgap_{i,t}$	-0.00300 (0.01)	-0.00800 (0.01)	-0.0110 (0.01)	-0.0140 (0.02)	-0.0110 (0.01)	-0.0110 (0.01)
$Bpwr_{i,t}$	0.004*** (0.00)	0.004*** (0.00)	0.004*** (0.00)	0.006*** (0.00)	0.004*** (0.00)	0.004*** (0.00)
$Invst_{i,t}$	-0.063** (0.03)	-0.0210 (0.03)	-0.0220 (0.03)	-0.0180 (0.03)	-0.0230 (0.03)	-0.0350 (0.03)
$Shzd_{i,t}$	0.037*** (0.01)	0.035*** (0.01)	0.035*** (0.01)	0.035*** (0.01)	0.036*** (0.01)	0.036*** (0.01)
$HHI_{i,t}$	1.544*** (0.26)	1.615*** (0.29)	1.611*** (0.29)	1.566*** (0.28)	1.610*** (0.29)	1.591*** (0.30)
$Size_{i,t}$	0.137*** (0.01)	0.136*** (0.01)	0.136*** (0.01)	0.137*** (0.01)	0.136*** (0.01)	0.137*** (0.01)
$Age_{i,t}$	5.271*** (1.36)	5.555*** (1.65)	5.525*** (1.64)	5.625*** (1.67)	5.606*** (1.70)	5.287*** (1.66)
$Soe_{i,t}$	-0.040*** (0.01)	-0.038*** (0.01)	-0.038*** (0.01)	-0.037*** (0.01)	-0.038*** (0.01)	-0.038*** (0.01)
$Slack_{i,t}$	0.006* (0.00)	0.00200 (0.00)	0.00200 (0.00)	0.00200 (0.00)	0.00200 (0.00)	0.00200 (0.00)
$Mktshr_{i,t}$	3.662*** (0.73)	3.907*** (0.75)	3.913*** (0.75)	3.859*** (0.72)	3.916*** (0.74)	3.897*** (0.74)
$Igrow_{i,t}$	0.137*** (0.04)	0.114*** (0.03)	0.113*** (0.03)	0.107*** (0.03)	0.115*** (0.03)	0.116*** (0.03)
$IAt_{i,t}$	0.346*** (0.09)	0.272*** (0.08)	0.272*** (0.08)	0.273*** (0.08)	0.273*** (0.09)	0.282*** (0.09)
$Roe_{i,t}$	0.0160 (0.05)	0.319*** (0.05)	0.322*** (0.04)	0.334*** (0.04)	0.316*** (0.05)	0.318*** (0.04)
$Debt_{i,t}$	0.062*** (0.01)	0.048*** (0.01)	0.048*** (0.01)	0.050*** (0.01)	0.048*** (0.01)	0.047*** (0.01)
$Had_{i,t}$	-0.0500 (0.06)	0.168 (0.11)	0.167 (0.12)	0.185 (0.15)	0.161 (0.12)	0.150 (0.12)
$Pgap_{i,t}$		-0.753*** (0.21)	-0.777*** (0.19)	-0.793*** (0.19)	-0.765*** (0.19)	-0.754*** (0.19)
$Pgap_{i,t} * Afgap_{i,t}$			-0.0990 (0.19)	0.115 (0.30)	-0.122 (0.19)	0.00900 (0.23)
Con	-44.727*** (10.34)	-46.96*** (12.56)	-46.72*** (12.50)	-47.46*** (12.70)	-47.34*** (12.95)	-44.91*** (12.63)
R^2	0.617	0.624	0.625	0.628	0.625	0.626
F	1716	1316	737.3	2648	854.9	201.3

注：* $p < 0.1$, ** $p < 0.05$, *** $p < 0.01$; $n = 1817$; 年度、行业、区域控制变量未加列示; 括号内为标准误, 上述模型是经过

Driscoll-Kraay 标准误调整后的结果

资料来源: 本文整理

为了更清晰地表示三维交互关系,本研究分别以高于均值一个标准差和低于均值一个标准差为基准,描绘了不同的董事会权力和机构投资者持股条件下,分析师评估差距对消极业绩反馈与战略风险承担之间关系的影响差异,图2和图3分别给出了具体的交互影响模式。

从图2看,将线(1)和线(3)比较发现,在董事会权力越高时,随着在分析师评估差距扩大,消极业绩反馈与企业战略风险承担的正向关系越弱,而且,通过对线(1)和线(3)的斜率差异进行T检验结果显示,两条线的斜率具有显著差异($t = -3.819, p < 0.01$)。同时,通过线(1)和线(2)的比较发现,在低董事会权力的条件下,随着分析师评估差距越大,消极业绩反馈与企业战略风险承担的正向关系越强。而且,通过对线(1)和线(2)的斜率差异进行T检验结果显示,两条线的斜率具有显著差异($t = -3.688, p < 0.01$),因此假设3得到支持。综上,分析师评估差距对消极业绩反馈与企业战略风险承担之间的调节作用依赖于董事会权力特征,当董事会权力高时,随着分析师评估差距扩大,消极业绩反馈与企业战略风险承担的正向关系将被弱化,而当董事会权力低时,随着分析师评估差距扩大,消极业绩反馈与企业战略风险承担的正向关系将被强化,因此,假设 H_3 得到支持。

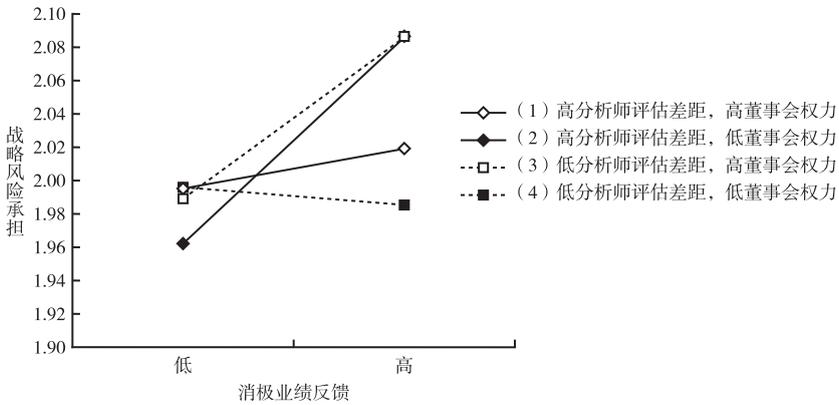


图2 消极业绩反馈、分析师评估差距和董事会权力的三维交互对战略风险承担的影响

资料来源:本文绘制

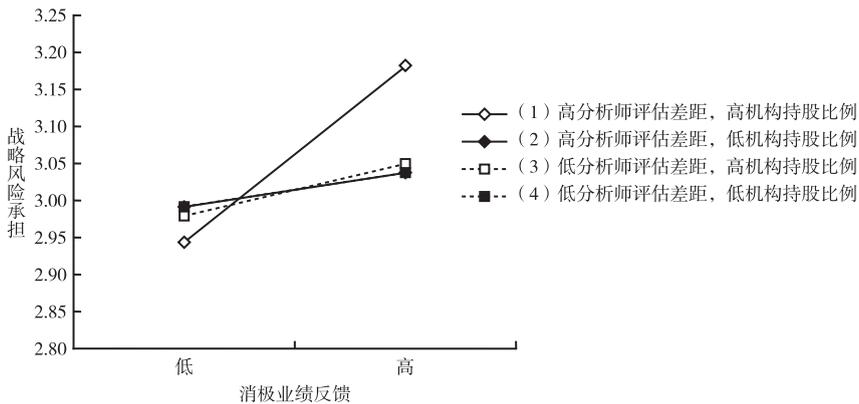


图3 消极业绩反馈、分析师评估差距和机构投资者持股的三维交互对战略风险承担的影响

资料来源:本文绘制

从图3看,通过对线(1)和线(3)的比较发现,在机构投资者持股比例较高的条件下,分析师评估差距越大,消极业绩反馈与企业战略风险承担的正向关系越强,而且,通过对线(1)和线(3)的斜率差异进行T检验结果显示,两条线的斜率具有显著差异($t = 2.075, p < 0.05$)。同时,通过线(1)和线(2)比较发现,在分析师评估差距较大的条件下,企业中机构投资者持股比例越低,将弱化消极业绩反馈与企业战略风险承担的正向关系,而且,通过对线(1)和线(2)的斜率差异进行T检验结果

显示,两条线的斜率具有显著差异($t = 2.120, p < 0.05$)。综上,当机构投资者持股比例较高且分析师评估差距越大时,消极业绩反馈与企业战略风险承担的正向关系被强化,而当机构投资者持股比例较低且随着分析师评估差距越大时,消极业绩反馈与企业战略风险承担的正向关系被弱化,因此,假设 H_4 得到验证。

(2)董事会权力调节效应的分样本检验。为进一步检验董事会权力和分析师评估差距的调节效应,本文该部分也采用了分样本检验的方法。首先基于总样本,获得董事会权力的均值。然后再分别根据均值,将样本分为高低两个组(采用中位数分类得到相同结果)。表 3 列示了不同董事会权力条件下,分析师评估差距对消极业绩反馈与战略风险承担之间的调节效应的检验结果。从模型 1 到模型 3 结果看,在董事会权力较高的企业中,分析师评估差距弱化了消极业绩反馈与战略风险承担的正向关系。从模型 4 到模型 6 结果显示,在董事会权力较低的企业中,分析师评估差距强化了消极业绩反馈与战略风险承担的正向关系。因此,假设 H_3 得到验证。

表 3 董事会权力调节效应的分样本检验结果

	高董事会权力			低董事会权力		
	模型 1	模型 2	模型 3	模型 4	模型 5	模型 6
$Ngap_{i,t}$		0.847*** (0.32)	1.129*** (0.30)		1.009*** (0.04)	0.657*** (0.14)
$Ngap_{i,t} * Afgap_{i,t}$			-1.723*** (0.18)			2.671** (1.10)
$Afgap_{i,t}$	0.00600 (0.02)	0.00500 (0.02)	0.0130 (0.03)	0.00800 (0.02)	0.00400 (0.02)	-0.0160 (0.02)
$Invst_{i,t}$	-0.00900 (0.05)	0.0310 (0.05)	0.0420 (0.05)	-0.0460 (0.05)	-0.0110 (0.05)	-0.0170 (0.05)
$Shzd_{i,t}$	0.00600 (0.01)	0.00500 (0.01)	0.00500 (0.01)	0.063*** (0.01)	0.059*** (0.01)	0.059*** (0.01)
$HHI_{i,t}$	2.408*** (0.80)	2.363*** (0.79)	2.364*** (0.77)	0.466 (0.30)	0.533 (0.35)	0.487 (0.36)
$Size_{i,t}$	0.094*** (0.01)	0.092*** (0.01)	0.094*** (0.01)	0.167*** (0.01)	0.167*** (0.01)	0.166*** (0.01)
$Age_{i,t}$	-1.446 (1.32)	-1.010 (1.26)	-0.964 (1.27)	8.321*** (1.59)	8.322*** (1.96)	8.184*** (2.03)
$Soe_{i,t}$	-0.0170 (0.02)	-0.0190 (0.02)	-0.0230 (0.02)	-0.050*** (0.01)	-0.045*** (0.01)	-0.043*** (0.01)
$Slack_{i,t}$	0.00300 (0.00)	0 (0.00)	-0.00100 (0.00)	0.0100 (0.01)	0.00700 (0.01)	0.00700 (0.01)
$Mktshr_{i,t}$	6.891*** (0.95)	7.041*** (0.99)	7.024*** (0.98)	1.157* (0.68)	1.465* (0.75)	1.499* (0.76)
$Igrow_{i,t}$	0.259*** (0.06)	0.241*** (0.05)	0.240*** (0.05)	0.0500 (0.05)	0.0250 (0.04)	0.0250 (0.04)
$IArat_{i,t}$	0.253*** (0.06)	0.205*** (0.07)	0.214*** (0.07)	0.346*** (0.09)	0.267*** (0.10)	0.276*** (0.09)
$Roe_{i,t}$	0.179*** (0.05)	0.368*** (0.08)	0.380*** (0.08)	-0.0530 (0.07)	0.272*** (0.10)	0.287*** (0.09)
$Debt_{i,t}$	0.067*** (0.01)	0.058*** (0.01)	0.058*** (0.01)	0.073*** (0.01)	0.057*** (0.01)	0.058*** (0.01)

续表 3

	高董事会权力			低董事会权力		
	模型 1	模型 2	模型 3	模型 4	模型 5	模型 6
$Had_{i,t}$	-0.440* (0.24)	-0.265 (0.31)	-0.214 (0.31)	0.183* (0.10)	0.390*** (0.13)	0.347** (0.14)
$Pgap_{i,t}$		-0.437 (0.32)	-0.396 (0.34)		-0.895*** (0.21)	-0.980*** (0.20)
$Pgap_{i,t} * Afgap_{i,t}$			1.472** (0.63)			-0.229 (0.28)
Con	6.264 (9.90)	3.009 (9.35)	2.639 (9.45)	-67.45*** (12.00)	-67.54*** (14.78)	-66.42*** (15.27)
调整后 R^2	0.736	0.738	0.740	0.567	0.577	0.581
F 值	1536	4411	500.9	723.5	1228	143.8
n	710	710	710	1107	1107	1107

注: * $p < 0.1$, ** $p < 0.05$, *** $p < 0.01$; 年度、行业、区域控制变量未加列示; 括号内为标准误, 上述模型是经过 Driscoll-Kraay 标准误调整后的结果

资料来源: 本文计算整理

(3) 机构投资者持股调节效应的分样本检验。为检验机构投资者持股和分析师评估差距的调节效应, 本研究也采用了分样本检验的方法。首先基于总样本, 获得机构投资者持股的均值。然后再分别根据均值, 将样本分为高低两个组(采用中位数分类得到相同结果)。表 4 列示了不同机构投资者持股条件下, 分析师评估差距对消极业绩反馈与战略风险承担之间的调节效应的检验结果。从消极业绩反馈、以及其与分析师评估差距的交互项系数看到: 首先, 基于模型 2 和模型 5 中消极业绩反馈的回归系数, 相对于低机构投资者持股比例的企业, 高机构投资者持股比例的企业会因消极业绩反馈而承担更多的战略风险; 其次, 基于模型 3 和模型 6 中消极业绩反馈与分析师评估差距交互项的回归系数, 分析师评估差距将更能推动高机构投资者持股比例的企业应对消极业绩反馈时提高战略风险承担的程度。因此, 假设 H_4 获得部分支持。

表 4 机构投资者持股调节效应的分样本检验结果

	高机构投资者持股比例			低机构投资者持股比例		
	模型 1	模型 2	模型 3	模型 4	模型 5	模型 6
$Ngap_{i,t}$		1.615*** (0.45)	1.316*** (0.42)		0.826*** (0.31)	0.834** (0.41)
$Ngap_{i,t} * Afgap_{i,t}$			2.546 (1.79)			-0.115 (0.95)
$Afgap_{i,t}$	0.063*** (0.02)	0.055*** (0.02)	0.047** (0.02)	-0.039*** (0.01)	-0.040*** (0.01)	-0.040*** (0.01)
$Bpwr_{i,t}$	-0.00600 (0.01)	-0.00400 (0.01)	-0.00400 (0.01)	0.007*** (0.00)	0.006*** (0.00)	0.006** (0.00)
$Shzd_{i,t}$	0.055*** (0.01)	0.049*** (0.01)	0.050*** (0.01)	0.022** (0.01)	0.022** (0.01)	0.022** (0.01)
$HHI_{i,t}$	0.738*** (0.28)	0.863*** (0.26)	0.814*** (0.29)	2.151*** (0.57)	2.238*** (0.53)	2.236*** (0.53)
$Size_{i,t}$	0.148*** (0.02)	0.146*** (0.02)	0.146*** (0.02)	0.133*** (0.02)	0.133*** (0.02)	0.134*** (0.02)

续表 4

	高机构投资者持股比例			低机构投资者持股比例		
	模型 1	模型 2	模型 3	模型 4	模型 5	模型 6
<i>Age</i> _{<i>i,t</i>}	5.716*** (0.87)	5.481*** (1.17)	5.582*** (1.19)	5.878** (2.45)	6.116** (2.63)	6.134** (2.61)
<i>Soe</i> _{<i>i,t</i>}	-0.056*** (0.01)	-0.052*** (0.01)	-0.051*** (0.01)	-0.030** (0.01)	-0.028** (0.01)	-0.028** (0.01)
<i>Slack</i> _{<i>i,t</i>}	0.016** (0.01)	0.011* (0.01)	0.011* (0.01)	0 (0.00)	-0.003* (0.00)	-0.003* (0.00)
<i>Mktshr</i> _{<i>i,t</i>}	1.482* (0.85)	1.877** (0.83)	1.833** (0.80)	4.559*** (1.07)	4.739*** (1.10)	4.736*** (1.09)
<i>Igrow</i> _{<i>i,t</i>}	0.108* (0.06)	0.0680 (0.06)	0.0730 (0.06)	0.177*** (0.03)	0.158*** (0.03)	0.157*** (0.02)
<i>IArat</i> _{<i>i,t</i>}	0.280** (0.12)	0.180 (0.12)	0.178 (0.11)	0.355*** (0.06)	0.301*** (0.06)	0.301*** (0.06)
<i>Roe</i> _{<i>i,t</i>}	-0.0630 (0.09)	0.270*** (0.08)	0.268*** (0.07)	0.0460 (0.04)	0.303*** (0.06)	0.301*** (0.06)
<i>Debt</i> _{<i>i,t</i>}	0.083*** (0.01)	0.059*** (0.01)	0.058*** (0.01)	0.047** (0.02)	0.038** (0.02)	0.038** (0.02)
<i>Had</i> _{<i>i,t</i>}	0.251 (0.17)	0.605*** (0.16)	0.539*** (0.18)	-0.212 (0.13)	-0.0720 (0.17)	-0.0730 (0.18)
<i>Pgap</i> _{<i>i,t</i>}		-0.823*** (0.18)	-0.845*** (0.16)		-0.693*** (0.22)	-0.693*** (0.20)
<i>Pgap</i> _{<i>i,t</i>} * <i>Afgap</i> _{<i>i,t</i>}			-0.0470 (0.15)			-0.170 (0.34)
<i>Con</i>	-47.525*** (6.52)	-45.82*** (8.75)	-46.54*** (8.88)	-49.89*** (18.30)	-51.80*** (19.72)	-51.94*** (19.54)
调整后 <i>R</i> ²	0.563	0.576	0.579	0.672	0.676	0.676
<i>F</i> 值	50.22	233.4	1760	112.9	118.6	52.17
<i>n</i>	771	771	771	1046	1046	1046

注：* *p* < 0.1, ** *p* < 0.05, *** *p* < 0.01; 年度、行业、区域控制变量未加列示; 括号内为标准误, 上述模型是经过 Driscoll-Kraay 标准误调整后的结果

资料来源: 本文计算整理

五、稳健性检验

基于以上分析, 为了确保检验结果的稳健性, 本文采用更换业绩反馈测量方法、更换战略风险承担测量指标、延迟滞后效应和内生性检验四种方式, 对董事会权力与分析师评估差距的联合调节效应, 以及机构投资者持股与分析师评估差距的联合调节效应进行稳健性检验。

1. 更换业绩反馈测量方法的检验结果

上文中关于综合期望水平的衡量是采用 α_1 为 0.7 的值, 考虑到不同的权重设定会影响期望水平的测定, 为了对本文假设进行稳健性检验, 该部分将更换综合期望水平测量方法。具体过程是将 α 值从 0.5 开始, 逐渐以 0.1 递增, 将得到新综合期望水平带入模型, 检验变量之间的关系。回归结果与之前的假设检验并无显著差异。本文此部分只将 $\alpha = 0.9$ 的结果加以列示, 如表 5 所示。结果显示, 消极业绩反馈与战略风险承担水平仍然呈稳健显著正相关关系, 假设 H_1 获得支持。从模型 4 结果看, 分析师评估差距对消极业绩反馈与战略风险承担水平之间关系的调节作用依赖于董事会权力

特征,因为当加入董事会权力、消极业绩反馈与分析师评估差距的三维交互项时,消极业绩反馈与分析师评估差距的二维交互项显著为正,表明假设 H_2 得到部分支持。可以看到,模型 4 中三维交互项显著为负 ($\beta = -3.30, p < 0.01$),这表明当董事会权力越低,如果分析师评估差距越大将增强消极业绩反馈对战略风险承担行为的推动作用。类似的,从模型 6 结果看,三个二维交互项系数都不显著,而只有机构投资者持股、消极业绩反馈与分析师评估差距的三维交互项的回归系数显著为正 ($\beta = 44.970, p < 0.05$),这说明当机构投资者持股比例越高,分析师评估差距越大将增强消极业绩反馈对战略风险承担水平促进效应。由此,假设 H_3 和假设 H_4 仍然得到支持,而假设 H_2 依然得到部分验证。综上,当更换业绩反馈测量方法后,假设 H_1 、假设 H_3 和假设 H_4 仍然具有较强稳健性。

表 5 更换业绩反馈测量方法的稳健性检验结果

	模型 1	模型 2	模型 3	模型 4	模型 5	模型 6
$Ngap_{i,t}$		1.420*** (0.19)	1.395*** (0.21)	1.354*** (0.22)	1.395*** (0.23)	1.408*** (0.23)
$Ngap_{i,t} * Afgap_{i,t}$		0.503 (0.75)	1.250* (0.69)	0.581 (0.85)	0.798 (0.75)	
$Afgap_{i,t} * Bpwr_{i,t}$		0.0280 (0.02)	0.00900 (0.02)			
$Ngap_{i,t} * Bpwr_{i,t}$		-0.0620 (0.15)	0.397* (0.23)			
$Ngap_{i,t} * Afgap_{i,t} * Bpwr_{i,t}$			-3.300*** (0.34)			
$Afgap_{i,t} * Invest_{i,t}$					-0.0820 (0.43)	-0.0990 (0.42)
$Ngap_{i,t} * Invest_{i,t}$					10.44 (7.05)	7.856 (5.06)
$Ngap_{i,t} * Afgap_{i,t} * Invest_{i,t}$						44.970** (21.17)
$Afgap_{i,t}$	-0.00300 (0.01)	-0.0100 (0.01)	-0.0150 (0.02)	-0.0190 (0.02)	-0.0150 (0.02)	-0.0150 (0.02)
$Bpwr_{i,t}$	0.004*** (0.00)	0.004*** (0.00)	0.004*** (0.00)	0.006*** (0.00)	0.004*** (0.00)	0.004*** (0.00)
$Invest_{i,t}$	-0.063** (0.03)	-0.0190 (0.03)	-0.0200 (0.03)	-0.0170 (0.03)	-0.0230 (0.03)	-0.0380 (0.03)
$Shzd_{i,t}$	0.037*** (0.01)	0.035*** (0.01)	0.035*** (0.01)	0.035*** (0.01)	0.036*** (0.01)	0.036*** (0.01)
$HHI_{i,t}$	1.544*** (0.26)	1.616*** (0.30)	1.630*** (0.30)	1.587*** (0.28)	1.619*** (0.30)	1.603*** (0.31)
$Size_{i,t}$	0.137*** (0.01)	0.136*** (0.01)	0.136*** (0.01)	0.137*** (0.01)	0.136*** (0.01)	0.137*** (0.01)
$Age_{i,t}$	5.271*** (1.36)	5.646*** (1.67)	5.543*** (1.62)	5.594*** (1.66)	5.578*** (1.66)	5.165*** (1.62)
$Soe_{i,t}$	-0.040*** (0.01)	-0.037*** (0.01)	-0.038*** (0.01)	-0.037*** (0.01)	-0.038*** (0.01)	-0.038*** (0.01)
$Slack_{i,t}$	0.006* (0.00)	0.00200 (0.00)	0.00200 (0.00)	0.00200 (0.00)	0.00200 (0.00)	0.00200 (0.00)
$Mktshr_{i,t}$	3.662*** (0.73)	3.909*** (0.75)	3.920*** (0.75)	3.865*** (0.73)	3.926*** (0.75)	3.906*** (0.74)

续表 5

	模型 1	模型 2	模型 3	模型 4	模型 5	模型 6
$Igrow_{i,t}$	0.137*** (0.04)	0.113*** (0.03)	0.115*** (0.03)	0.107*** (0.03)	0.116*** (0.03)	0.116*** (0.03)
$IArat_{i,t}$	0.346*** (0.09)	0.272*** (0.09)	0.272*** (0.09)	0.276*** (0.08)	0.273*** (0.09)	0.284*** (0.09)
$Roe_{i,t}$	0.0160 (0.05)	0.321*** (0.06)	0.330*** (0.05)	0.339*** (0.05)	0.322*** (0.05)	0.327*** (0.05)
$Debt_{i,t}$	0.062*** (0.01)	0.048*** (0.01)	0.047*** (0.01)	0.050*** (0.01)	0.047*** (0.01)	0.046*** (0.01)
$Had_{i,t}$	-0.0500 (0.06)	0.404*** (0.14)	0.410** (0.16)	0.423** (0.18)	0.404** (0.16)	0.398** (0.17)
$Pgap_{i,t}$		-0.942*** (0.26)	-0.944*** (0.24)	-0.946*** (0.25)	-0.926*** (0.24)	-0.923*** (0.24)
$Pgap_{i,t} * Afgap_{i,t}$			0.682*** (0.25)	0.978*** (0.23)	0.642** (0.28)	0.854*** (0.29)
Con	-44.727*** (10.34)	-47.66*** (12.67)	-46.89*** (12.32)	-47.25*** (12.62)	-47.14*** (12.66)	-44.00*** (12.35)
调整后 R^2	0.617	0.625	0.625	0.628	0.625	0.627
F 值	1716	1204	43.67	163.5	1292	135.5

注：* $p < 0.1$, ** $p < 0.05$, *** $p < 0.01$; $n = 1817$; 年度、行业、区域控制变量未加列示; 括号内为标准误, 上述模型是经过

Driscoll-Kraay 标准误调整后的结果

资料来源: 本文计算整理

2. 其他稳健性分析

(1) 更换因变量测量方法。借鉴 Zhu 和 Chen(2015)^[64] 对战略风险承担的测量, 本研究更换战略风险承担指标的测量方法, 重新进行回归检验, 所得结果并无显著差异。限于篇幅, 回归结果不予赘述。

(2) 延长滞后效应的检验。上文对企业战略风险承担行为的检验采取了滞后一年的方法, 考虑到企业资源调整、分配再到战略的实施可能存在一个时间差, 尤其是长期投资项目需要决策团队在尽职调查和磋商讨论后再进行决策, 因而本研究将其他变量相对于因变量采取滞后两年的方法进行统计处理, 即因变量为 $Srt_{i,t+2}$, 然后再对模型中各变量之间的关系进行回归。结果显示, 主效应以及董事会权力与分析师评估差距的联合调节效应仍然稳健, 但机构投资者持股与分析师评估差距的联合调节作用随时间推移而有所减弱。

3. 内生性检验

考虑到回归分析中存在内生性问题, 例如, 业绩反馈会影响企业战略风险承担, 而战略风险承担反过来也会影响反馈结果, 同时, 业绩反馈结果可能内剩余企业自身一些特征, 如企业规模、市场份额等, 从而出现内生性和自回归问题。为了减轻这种内生性问题的潜在影响, 本文参考前期学者方法, 用两阶段最小二乘法(2SLS)对该模型的内生性问题进行处理。实证分析发现, 所得结果无显著差异。

六、结论与讨论

1. 研究结论

本文以 2007—2017 年高科技上市公司为样本, 基于组织期望目标的后视性业绩反馈与分

析师预测引致的前瞻性业绩反馈相结合的视角,探讨了双重业绩反馈对企业战略风险承担的作用机制,从治理机制视角探究了分析师评估差距对消极业绩反馈作用过程的影响差异,得出以下结论:

其一,消极业绩反馈对战略风险承担有显著的推动作用;其二,分析师评估差距并不能显著地增强消极业绩反馈企业开展冒险活动,而分析师评估差距与治理因素的联合调节能显著的影响消极业绩反馈对企业战略风险承担的推动作用,即分析师评估差距的实际调节作用依赖于企业治理机制特征;其三,当董事会权力越高时,随着分析师评估差距扩大,董事会的决策参与度提升,同时企业内部不同行为主体之间的利益冲突被放大,以致消极业绩反馈对企业战略风险承担的推动作用被削弱;其四,当机构投资者持股比例越高时,随着分析师评估差距扩大,机构投资者增强了其对企业治理行为的监督控制职能,抑制了企业投机和短视行为,从而推动消极业绩反馈企业提高战略风险承担。

本文的理论贡献在于:第一,将分析师预测纳入业绩反馈决策模型,探究前瞻性与后视性双重业绩反馈对企业战略风险承担的作用机制,深化了资本市场业绩压力对企业战略行为的影响路径,为深入地理解企业战略风险承担行为的驱动力和差异性提供了新视角,丰富了基于多重期望目标的业绩反馈理论研究框架;第二,从董事会权力和机构投资者持股的内外部治理机制视角,探究了分析师评估差距与治理机制特征对消极业绩反馈作用过程的联合调节作用机制,揭示了消极业绩反馈的有效作用边界,扩展了消极业绩反馈与战略风险承担之间的权变关系研究,完善了转型经济背景下企业治理机制的作用研究,亦对中国企业管理实践具有启示作用。

2. 管理启示

本文为中国经济转型背景下高科技上市公司的冒险行为决策提供了有益的管理借鉴与启示:

第一,分析师预测作为一种“游戏规则”,是上市企业无法忽视的制度存在,而市值管理对于研发支出占比较高、技术更新迭代较快、收购并购市场调整策略较频繁的高科技企业来说,显得尤为重要和必要。但是,由分析师预测引致的分析师评估差距对企业战略风险承担行为的影响是复杂的。本文认为,分析师预测在推动企业适应与成长过程中的作用具有双重性:基于分析师预测的信号价值,分析师评估差距扩大将警示企业经营面临潜在危机,随着内外消极反馈的增加,企业为追求创新而承担更多战略风险的动机增强,以此满足利益相关者预期、资本市场要求,以及维护企业声誉等目的;然而,由于制度缺陷、分析师主观偏见、管理者自利等因素,分析师评估差距扩大很可能促使企业管理者采用短视或机会主义行为来缓解当前经营困境,例如通过盈余管理,减轻短期资本市场短期压力,从而抑制企业从事冒险活动,承担更少的战略风险。因此,正视并积极应对分析师预测,是企业实现价值管理与市值管理的有效工具。

第二,本文发现,多重消极业绩反馈并不一定能同步地、有效地、叠加式地促使企业开展战略冒险活动。在此过程中,决策主体基于不同的权力结构、认知视角和利益基础,表现出不同的因果关系理解和风险偏好,这对业绩反馈的解读及冒险决策的选择,起到关键性作用。

从内部治理机制看,董事会是内部监督机制的代表,通过权力影响在群体决策体系中发挥指导作用。长期以来,中国企业治理往往以股东利益至上,董事会在很大程度上作为股东代理人而行使权力,股东利益成为董事会追求的最大目标。当内外部业绩反馈都出现消极结果时,董事会面临着短期业绩改善活动与长期创新投资的抉择。而追求持续增长的创新战略存在较高的投资成本和失败风险,这与董事会确保股东利益的短期目标存在冲突,以至在决策过程中产生备选方案之争。经过合议共管、多方协商等程序后,对当前经营业绩具有威胁性的冒险策略被暂时搁置,而能显著改善短期业绩的策略被提上议程,这反映了当前我国公司治理中出现的合规性改善而有效性不足的

问题。应切实考虑董事会作为群体决策体系在冒险决策过程中可能出现的决策效率、利益倾向、风险选择等问题,在董事会建设中要重视权力分配和结构安排,增强董事的职业化,尤其在追求创新的长期投资决策方面,需强调股东、管理层和董事之间相互协调和影响的作用,降低治理风险与成本。

从外部治理机制看,机构投资者是外部治理机制的代表,通过持股比例在企业决策中发挥影响。虽然学界对机构投资者在公司治理过程中表现为“监督者”还是“投机者”的角色争论不休,但本文对机构投资者在面对双重消极业绩反馈的行为研究发现,机构投资者在识别和监督企业行为、推动企业战略风险承担上具有积极的作用。面对消极业绩反馈,分析师预测也出现的负面反馈加重了机构投资者的压力。在这种经营困境下,深谙资本市场游戏规则的机构投资者了解,短期业绩改善措施是“治标不治本”的权益之策,或是“杀鸡取卵”式的恶性补救方法。不同于权力较大的董事会对风险较大的探索式创新战略持谨慎态度,机构投资者更鼓励企业能真正采纳一些长期价值创造导向的、能推动企业冒险创新的行为决策,由此引导企业增强竞争力,营造企业与投资者互动的良好氛围。因此,应鼓励机构投资者在上市公司冒险决策中发挥积极的影响作用,健全业绩反馈机制,并建立合理的治理机制与之相匹配,有效发挥资本市场的支持性功能,推动企业良性健康成长。

3. 局限性与展望

本文仍存在一些不足,需在今后的研究中改进和深入:①本研究样本都来自上市公司的二手数据,不能更现实地反映企业在行为决策中的战略参考点或期望目标,因而不足以完全证实变量之间的因果关系,后续研究可以尝试用问卷调查方式,获得企业经营实践中的实际数据来对这些变量之间的关系进行分析;②本文从公司治理机制角度分析经营压力对企业战略冒险行为的影响,而外部环境、决策者个体特征等因素也可能影响企业对消极反馈的反应,这些因素的作用机制还有待进一步深入探索。

参考文献

- [1] Chen W R, Miller K D. Situational and Institutional Determinants of Firms' R&D Search Intensity[J]. Strategic Management Journal, 2007, 28, (4): 369 - 381.
- [2] Wright P, Ferris S P, Sarin A, Awasthi V. Impact of Corporate Insider, Blockholder, and Institutional Equity Ownership on Firm Risk Taking[J]. Academy of Management Journal, 1996, 39, (2): 441 - 463.
- [3] Kuusela P, Keil T, Maula M. Driven by Aspirations, but in What Direction? Performance Shortfalls, Slack Resources, and Resource-Consuming vs. Resource-Freeing Organizational Change[J]. Strategic Management Journal, 2017, 38, (5): 1101 - 1120.
- [4] Ref O, Shapira Z B. Entering New Markets: The Effect of Performance Feedback Near Aspiration and Well Below and Above It[J]. Strategic Management Journal, 2017, 38, (7): 1416 - 1434.
- [5] Tyler B B, Caner T. New Product Introductions Below Aspirations, Slack and R&D Alliances: A Behavioral Perspective[J]. Strategic Management Journal, 2016, 37, (5): 896 - 910.
- [6] Greve, H. Organizational Learning from Performance Feedback[M]. Cambridge: Cambridge University Press, 2003.
- [7] Greve H R. Performance, Aspirations, and Risky Organizational Change[J]. Administrative Science Quarterly, 1998, 43, (1): 58 - 86.
- [8] Joseph J, Klingebiel R, Wilson A J. Organizational Structure and Performance Feedback: Centralization, Aspirations, and Termination Decisions[J]. Organization Science, 2016, 27, (5): 1065 - 1083.
- [9] Benner M J. Securities Analysts and Incumbent Response to Radical Technological Change: Evidence from Digital Photography and Internet Telephony[J]. Organization Science, 2010, 21, (1): 42 - 62.
- [10] Giaccotto C, Santerre R E, Vernon J A. Drug Prices and Research and Development Investment Behavior in the Pharmaceutical Industry[J]. Journal of Law & Economics, 2005, 48, (1): 195 - 214.
- [11] Mcgrath R G, Nerkar A. Real Options Reasoning and a New Look at the R&D Investment Strategies of Pharmaceutical Firms[J]. Strategic Management Journal, 2004, 25, (1): 1 - 21.

- [12] Gavetti G, Levinthal D. Looking Forward and Looking Backward: Cognitive and Experiential Search[J]. *Administrative Science Quarterly*, 2000, 45, (1): 113 – 137.
- [13] Cyert R M, J G March. *A Behavioral Theory of the Firm*[M]. Upper Saddle River: Prentice-Hall, 1963.
- [14] Kahneman B D, Tversky A. Prospect Theory: An Analysis of Decision Risk[J]. *Econometrica*, 1979, 47, (2): 263 – 292.
- [15] Arrfelt M. Looking Backward Instead of Forward: Aspiration-Driven Influences on the Efficiency of the Capital Allocation Process. [J]. *Academy of Management Journal*, 2012, 56, (4): 1081 – 1103.
- [16] Rowley T J, Shipilov A V, Greve H R. Board Reform versus Profits: The Impact of Ratings on the Adoption of Governance Practices [J]. *Strategic Management Journal*, 2016, 38, (4): 815 – 833.
- [17] Su W, Lee C Y. Effects of Corporate Governance on Risk Taking in Taiwanese Family Firms during Institutional Reform[J]. *Asia Pacific Journal of Management*, 2013, 30, (3): 809 – 828.
- [18] Zhang Y, J Gimeno. Earnings Pressure and Long-term Corporate Governance: Can Long-Term-Oriented Investors and Managers Reduce the Quarterly Earnings Obsession? [J]. *Organization Science*, 2016, 27, (2): 354 – 372.
- [19] 武立东, 薛坤坤, 王凯. 非正式层级对董事会决策过程的影响: 政治行为还是程序理性[J]. *北京: 管理世界*, 2018, (11): 80 – 92.
- [20] Greve H R. A Behavioral Theory of Firm Growth: Sequential Attention to Size and Performance Goals[J]. *Academy of Management Journal*, 2008, 51, (3): 476 – 494.
- [21] Latham S F, Braun M. Managerial Risk, Innovation, and Organizational Decline[J]. *Journal of Management Official Journal of the Southern Management Association*, 2009, 35, (2): 258 – 281.
- [22] Markovitch S, Reger R. Learning and Exploiting Relative Weaknesses of Opponent Agents[J]. *Autonomous Agents and Multi-Agent Systems*, 2005, 10, (2): 103 – 130.
- [23] Greve H R. A Behavioral Theory of R&D Expenditures and Innovations: Evidence from Shipbuilding[J]. *Academy of Management Journal*, 2003, 46, (6): 685 – 702.
- [24] Lucas G J, Knoblen J, Meeus M T. Contradictory yet Coherent? Inconsistency in Performance Feedback and R&D Investment Change[J]. *Journal of Management*, 2018, 44, (2): 658 – 681.
- [25] Baumann O, Eggers J P, Stieglitz N. Colleagues and Competitors: How Internal Social Comparisons Shape Organizational Search and Adaptation[J]. *Administrative Science Quarterly*, 2019, 64, (2): 275 – 309.
- [26] Chen W R. Determinants of Firms' Backward- and Forward-Looking R&D Search Behavior[J]. *Organization Science*, 2008, 19, (4): 609 – 622.
- [27] Argote L, Greve H R. A Behavioral Theory of the Firm—40 Years and Counting: Introduction and Impact[J]. *Organization Science*, 2007, 18, (3): 337 – 349.
- [28] 陈国权, 向姝婷. 基于时间维度的组织学习理论——组织从当前现状中学习的模型[J]. *北京: 技术经济*, 2016, (10): 15 – 25.
- [29] Holmes R M. Management Theory Applications of Prospect Theory: Accomplishments, Challenges, and Opportunities[J]. *Journal of Management*, 2011, 37, (4): 1069 – 1107.
- [30] Lopian G, Parzen M. Striving toward the Future: Aspiration-Performance Discrepancies and Planned Organizational Change[J]. *Strategic Organization*, 2009, 7, (4): 433 – 466.
- [31] Gentry R J, Shen W. The Impact of Performance Relative to Analyst Forecasts and Analyst Coverage on Firm R&D Intensity[J]. *Strategic Management Journal*, 2013, 34, (1): 121 – 130.
- [32] 许年行, 江轩宇, 伊志宏, 徐信忠. 分析师利益冲突、乐观偏差与股价崩盘风险[J]. *北京: 经济研究*, 2012, (7): 127 – 140.
- [33] Washburn M, Bromiley P. Managers and Analysts: An Examination of Mutual Influence[J]. *Academy of Management Journal*, 2014, 57, (3): 849 – 868.
- [34] Benner M J, Ranganathan R. Offsetting Illegitimacy? How Pressures From Securities Analysts Influence Incumbents in the Face of New Technologies[J]. *Academy of Management Journal*, 2012, 55, (1): 213 – 233.
- [35] 储一昀, 仓勇涛. 财务分析师预测的价格可信吗? ——来自中国证券市场的经验证据[J]. *北京: 管理世界*, 2008, (3): 58 – 69.
- [36] 方军雄. 我国上市公司信息披露透明度与证券分析师预测[J]. *北京: 金融研究*, 2007, (6): 136 – 148.
- [37] 郭杰, 洪洁瑛. 中国证券分析师的盈余预测行为有效性研究[J]. *北京: 经济研究*, 2009, (11): 55 – 67.
- [38] Ketchen D J, Palmer T B. Strategic Responses to Poor Organizational Performance: A Test of Competing Perspectives[J]. *Journal of Management*, 1999, 25, (5): 683 – 706.
- [39] Gaba V, Joseph J. Corporate Structure and Performance Feedback: Aspirations and Adaptation in M-Form Firms[J]. *Organization Science*, 2013, 24, (4): 1102 – 1119.

- [40] Gaba V, Bhattacharya S. Aspirations, Innovation, and Corporate Venture Capital: A Behavioral Perspective [J]. *Strategic Entrepreneurship Journal*, 2012, 6, (2): 178 – 199.
- [41] Iyer D N, Miller K D. Performance Feedback, Slack, and the Timing of Acquisitions [J]. *Academy of Management Journal*, 2008, 51, (4): 808 – 822.
- [42] 文巧甜, 郭蓉. 资源约束框架下业绩反馈与战略调整方向研究——基于中国上市公司的数据分析 [J]. *北京: 经济管理*, 2017, (3): 92 – 110.
- [43] Jensen M C, Meckling W H. Theory of the Firm: Managerial Behavior, Agency Costs, and Ownership Structure [J]. *Journal of Financial Economics*, 1976, 3, (4): 305 – 360.
- [44] Zhang Y U, Gimeno J. Earnings Pressure and Competitive Behavior: Evidence From the U. S. Electricity Industry [J]. *Academy of Management Journal*, 2010, 53, (4): 743 – 768.
- [45] Greve H R, Teh D. Goal Selection Internally and Externally: A Behavioral Theory of Institutionalization [J]. *International Journal of Management Reviews*, 2018, 20, (1): 19 – 38.
- [46] Morrow J L. Creating Value in the Face of Declining Performance: Firm Strategies and Organizational Recovery [J]. *Strategic Direction*, 2007, 28, (8): 271 – 283.
- [47] Park K M. Antecedents of Convergence and Divergence in Strategic Positioning: The Effects of Performance and Aspiration on the Direction of Strategic Change [J]. *Organization Science*, 2007, 18, (3): 386 – 402.
- [48] 贺小刚, 邓浩, 吕斐斐, 李新春. 期望落差与企业创新的动态关系——冗余资源与竞争威胁的调节效应分析 [J]. *北京: 管理科学学报*, 2017, (5): 13 – 34.
- [49] 李溪, 郑馨, 张建琦. 制造企业的业绩困境会促进创新吗——基于期望落差维度拓展的分析 [J]. *北京: 中国工业经济*, 2018, (8): 174 – 192.
- [50] Krause R. CEO Duality: A Review and Research Agenda [J]. *Journal of Management*, 2014, 40, (1): 252 – 282.
- [51] Desai V M. The Behavioral Theory of the Governed Firm: Corporate Board Influences on Organizations' Responses to Performance Shortfalls [J]. *Academy of Management Journal*, 2015, 59, (3): 860 – 879.
- [52] March J G. A Primer on Decision Making: How Decisions Happen [J]. *Pharmaceutisch Weekblad*, 1994, 10, (4): 154 – 157.
- [53] 王垒, 刘新民, 吴士健, 范柳. 创业企业 IPO 后所有权类型集中度、董事会主导功能与多元化战略选择 [J]. *天津: 南开管理评论*, 2018, (3): 103 – 115.
- [54] Gomez-Mejia L R, Patel P C, Zellweger T M. In the Horns of the Dilemma: Socioemotional Wealth, Financial Wealth, and Acquisitions in Family Firms [J]. *Journal of Management*, 2018, 44, (4): 1369 – 1397.
- [55] Dalton D R, Hitt M A, Certo T S, Dalton C M. The Fundamental Agency Problem and Its Mitigation: Independence, Equity, and the Market for Corporate Control, In: Walsh, J. P. Brief, A. P. (eds.) [J]. *British Journal of Venereal Diseases*, 2007, 37, (3): 223 – 228.
- [56] 贺小刚, 邓浩, 吴诗雨, 梁鹏. 赶超压力与公司的败德行为——来自中国上市公司的数据分析 [J]. *北京: 管理世界*, 2015, (9): 104 – 124.
- [57] Li J, Tang Y. CEO Hubric and Firm Risk Taking in China: The Morderating Role of Managerial Discretion [J]. *Academy of Management Journal*, 2010, 53, (1): 45 – 68.
- [58] Li D, Eden L, Hitt M A, Ireland R D. Friends, Acquaintances, or Strangers? Partner Selection in R&D Alliances [J]. *Academy of Management Journal*, 2008, 51, (2): 315 – 334.
- [59] Kishgephart J J. You don't Forget Your Roots: The Influence of CEO Social Class Background on Strategic Risk Taking [J]. *Academy of Management Journal*, 2015, 58, (6): 1614 – 1636.
- [60] Rudy B C. Performance, Aspirations, and Market versus Nonmarket Investment [J]. *Journal of Management*, 2016, 42, (4): 936 – 959.
- [61] Puffer S M, Weintrop J B. Corporate Performance and CEO Turnover: The Role of Performance Expectations [J]. *Administrative Science Quarterly*, 1991, 36, (1): 1 – 19.
- [62] Zajac E J, Westphal J D. Who shall Succeed? How CEO/Board Preferences and Power Affect the Choice of New CEOs [J]. *Academy of Management Journal*, 1996, 39, (1): 64 – 90.
- [63] Shinkle G A. Organizational Aspirations, Reference Points, and Goal Building on the Past and Aiming for the Future [J]. *Journal of Management*, 2012, 38, (1): 415 – 455.
- [64] Zhu D H, Chen G. Narcissism, Director Selection, and Risk-Taking Spending [J]. *Strategic Management Journal*, 2015, 36, (13): 2075 – 2098.

Dual Performance Feedback, Internal and External Governance Mechanism and Strategic Risk-Taking

GUO Rong¹, WEN Qiao-tian²

(1. College of Economics & Management, Shanghai Institute of Technology, Shanghai, 201418, China;

2. Postdoctoral Programme of Bank of Communications, Shanghai, 200336, China)

Abstract: Strategic risk-taking is an adaptive behavior in response to competition and survival. It is of great theoretical and practical significance to discuss why firms take risks and how the corporate governance mechanism affects corporate risk-taking. From the perspective of organizational learning theory, corporate strategic decision process is also a process of continuous learning. Only through learning can we adapt ourselves to the rapidly changing environment. Organizations will learn not only from past experience, but also from current and possible future scenarios. Therefore, this paper combines the time and space dimension of organizational learning with the performance feedback paradigm, that is to say, enterprise behavior decision-making is the combination of “backward looking” and “forward looking” thinking mode. Based on performance feedback model, the gap between performance expectation level and actual performance feedback forms a backward-looking internal driving force of corporate risk-taking behavior. For listed companies, the gap between analysts’ predicted performance and firm’s actual performance forms a forward-looking external driving force to promote firms to make strategic risk adjustments. However, corporate decision makers under different governance mechanisms will make different interpretations when dealing with double negative performance feedback, which will make the strategic risky choices heterogeneous. Therefore, based on the firm behavior theory, this study explores the joint mechanism of forward- and backward-looking performance feedback on firm’s strategic risk-taking behavior, and further examines the moderation effects of governance mechanism.

Taking the high-tech listed companies from 2007 to 2017 as a sample, and based on the combination of the backward-looking performance feedback of the organizational expectations and the forward-looking performance feedback caused by the analysts’ forecast, this paper explores the mechanism of dual performance feedback on corporate strategic risk-taking, and explores the impact of analysts’ evaluation gap on the process of negative performance feedback from the perspective of governance mechanism, the findings show that: (1) From the backward-looking perspective, as the performance-aspiration gap (below aspirations) increases, the level of strategic risk-taking increases; (2) From the forward-looking perspective, the performance gap relative to analyst forecast influences the firm’s risk-taking decisions. However, the joint adjustment of analyst evaluation gap and governance factors can significantly influence the driving role of negative performance feedback on corporate strategic risk taking, that is, the actual adjustment role of analyst evaluation gap depends on the characteristics of corporate governance mechanism; (3) From the perspective of internal governance mechanism, when the power of the board of directors is higher, with the widening gap of analysts’ evaluation, the participation of the board of directors in decision-making is enhanced, and the conflict of interests among different actors within the enterprise is enlarged, which weakens the role of negative performance feedback in promoting the strategic risk-taking of the enterprise; (4) From the perspective of external governance mechanism, when the institutional investor’s shareholding ratio is higher, with the widening gap of analysts’ evaluation, institutional investors strengthen their supervision and control functions on corporate governance behavior, restrain speculation and short-sighted behavior, and thus promote enterprises with negative performance feedback to improve their strategic risk-taking.

This study incorporates analyst prediction into performance feedback decision-making model, explores the mechanism of forward-looking and backward-looking dual performance feedback to bear strategic risk, deepens the impact path of capital market performance pressure on corporate strategic behavior, provides a new perspective for understanding the driving forces and differences of corporate strategic risk-taking behavior, and enriches the theoretical framework of performance feedback based on multiple expectation goals. At the same time, from the perspective of board power and internal and external governance mechanism of institutional investors’ shareholding, this study explores the joint regulatory mechanism of analyst evaluation gap and governance mechanism characteristics on the process of negative performance feedback, reveals the effective boundary of negative performance feedback, expands the research on the contingency relationship between negative performance feedback and strategic risk-taking, improves the deficiencies of previous performance feedback decision-making models on the role of governance mechanism, and provides useful management reference for risk-taking behavior decision-making of high-tech listed companies in the context of China’s economic transformation.

Key Words: dual performance feedback; strategic risk-taking; board power; institutional ownership

JEL Classification: D22, L20, M10

DOI: 10.19616/j.cnki.bmj.2019.08.006

(责任编辑:刘建丽)