

创新还是寻租? 业绩期望落差对企业风险承担行为的影响

何晴晴, 杨柳, 潘镇

(南京师范大学商学院, 江苏南京 210023)

摘要: 基于企业行为理论和参照点理论, 探讨了业绩期望落差与企业创新性行为和寻租性行为之间的动态关系, 并且考察了 CEO 权力和独立董事监督的调节作用。利用 2013–2018 年沪深 A 股制造业非国有上市公司的数据进行分析, 结果发现: 当期期望参照点占主导地位时, 随着业绩期望落差的增加, 企业的长期风险承担意愿增强、短期风险承担意愿减弱, 但当生存参照点起主导作用时, 企业的长期风险承担意愿减弱, 而短期风险承担意愿增强, 因此业绩期望落差与创新性行为呈先增加后减少的倒 U 型关系, 而与寻租性行为呈先减少后增加的 U 型关系。进一步研究发现, CEO 权力弱化了业绩期望落差与寻租性行为的 U 型关系, 独立董事监督强化了业绩期望落差与创新性行为的倒 U 型关系。研究深化了对业绩期望落差状态下企业风险承担行为的理解, 丰富了企业行为理论的研究成果, 对企业管理实践也有重要启示。

关键词: 业绩期望落差; 创新性行为; 寻租性行为; CEO 权力; 独立董事监督

中图分类号: F234.4 **文献标志码:** A **文章编号:** 1000-2154(2020)07-0071-15

DOI: 10.14134/j.cnki.cn33-1336/f.2020.07.007

Innovating or Rent-seeking?

Impact of Performance below Aspiration Level on Corporate Risk-taking Behavior

HE Qingqing, YANG Liu, PAN Zhen

(School of Business, Nanjing Normal University, Nanjing 210023, China)

Abstract: Drawing on the behavioral theory of the firm and the theory of reference points, this paper explores the relationship between performance below aspiration level and the innovating and rent-seeking behavior of firms, and examines the moderating effect of CEO power and the supervision of independent directors. Based on the data of non-state-owned listed companies in the Shanghai and Shenzhen A-share manufacturing industries from 2013 to 2018, the research results show that when the aspiration reference point is dominated, with the increase of the aspiration gap, the firms' willingness to take long-term risks increases, and willingness to take short-term risks decreases. However, when survival reference points are initiated, the firm's survival is threatened, firm's long-term risk-taking willingness decreases and short-term risk-taking willingness increases. Therefore, the performance below aspiration level and innovating behavior shows an inverted U-shaped relationship that increases first and then decreases, and the rent-seeking behavior shows a U-shaped relationship that decreases first and then increases. Further study shows that CEO power flattens the U-shaped relationship between performance below aspiration level and rent-seeking behavior, and supervision of independent directors steepens the inverted U-shaped relationship between performance below aspiration level and innovating behavior. This research deepens the understanding of corporate risk-taking behavior under the condition of performance gap, enriches the research results of the behavioral theory of the firm, and has important implications for managerial practice.

Key words: performance below aspiration level; innovating behavior; rent-seeking behavior; CEO power; supervision of independent directors

收稿日期: 2020-02-03

基金项目: 国家自然科学基金面上项目“国际化经验是否提升了国际化绩效——一项多层次整合研究”(71972104)

作者简介: 何晴晴, 女, 助理研究员, 主要从事战略管理研究; 杨柳(通讯作者), 女, 博士研究生, 主要从事战略管理和跨国经营研究; 潘镇, 男, 教授, 博士生导师, 主要从事战略管理、国际直接投资和跨国经营研究。

一、引言

风险承担是企业应对内外部环境变化的适应性行为。在复杂多变的经济环境中适时调整、选择恰当的风险承担行为是企业得以成长发展、保持竞争优势的关键,因此业绩反馈与企业风险承担行为之间的关系一直是学者们致力探索的重要议题^[1-3]。根据企业行为理论的观点,决策者使用特定的期望水平作为评估绩效的参考点,当实际绩效低于期望水平时,决策者的风险承担意愿增加,即“贫困”状态下倾向于通过冒险的方式来解决^[4]。前景理论也认为,管理者的风险偏好取决于企业处于获益还是损失状态,为确保业绩能够重新回到期望的目标水平,损失前景下的企业愿意承担更大的风险,表现出明显的“穷则思变”倾向^[5]。不少研究为上述观点提供了经验证据,例如朱丽娜等(2017)^[6]和宋铁波等(2017)^[7]研究表明,低于期望参照点的企业更加倾向于承担风险;Ref和Shapira(2017)^[2]研究也发现,随着业绩期望落差的增加,企业冒险扩大经营范围的倾向更大。

业绩期望落差会引致企业从事何种风险承担行为,以往的研究结论并不一致。不少学者认为,在业绩落差状态下,企业倾向于通过诸如技术创新、产品研发等具有长期导向的风险承担行为来应对不断下滑的业绩困境^[8-9];但也有研究发现,业绩期望落差所引致的问题搜索使企业更偏好于贿赂、寻租等短期冒险活动获得非生产性经济回报,从而可以快速且低成本地解决业绩问题^[10-11]。梳理文献不难发现,导致前期研究结论不一致的主要原因来自两个方面:其一,先前的研究较多以单一期望目标作为参考点,考察业绩期望落差对企业风险承担行为的影响,然而随着业绩落差的不断扩大,企业的决策参照点是动态变化的,在不同决策参照点占主导的业绩落差状态下,企业可能会采取不同导向的风险承担行为;其二,前期的大多数研究仅简单地探讨了实际绩效低于期望绩效的情形对企业风险承担行为的影响,并未细致地区分在业绩落差状态下临近期望绩效水平和远离期望绩效水平状态下的差距,实际上当企业的绩效状态由实际绩效略低于期望绩效水平转向远低于期望绩效水平时,企业的风险偏好可能会发生变化^[2,12-13],因此随着业绩落差的不断变化,企业的风险承担行为将如何变化,对这一问题的研究空间还很大。

对于正处在转型升级阶段的中国企业而言,创新和寻租是两种具有代表性的冒险行为^[14]。日益加剧的竞争压力既可能推动企业关注长远发展,也可能迫使企业更注重眼前利益。一方面,创新作为一种长期、生产性的风险承担行为,通过构建核心竞争力能为企业赢得长期竞争优势,但具有高投入、高风险、高不确定性等特点^[10,15];另一方面,寻租作为短期风险承担行为,虽然在某种程度上是一种违背道德或违法违规的非生产性活动,但能够在短时间内为企业获得优惠政策、政府补贴、融资便利等经济优势,同样是企业适应环境,提升绩效的一种方式^[16]。作为两种具有不同导向的风险承担行为,不论是长期性的创新行为,还是短期性的寻租行为都与企业自身的经营状况紧密相关,企业的经营绩效是影响企业风险承担行为的重要内在因素。

基于此,本文将决策参照点理论引入业绩期望落差与风险承担行为关系的分析模型中,同时探究在不同的业绩压力下创新和寻租这两种不同类型风险承担行为的动态变化。除此之外,由于管理层出于自我增强的认知偏差和独立董事同时作为内部人和外部人的认知情感差异,将会导致风险承担行为的选择偏好不同,本文进一步探讨了两个重要的边界条件,CEO权力和独立董事监督对业绩期望落差与风险承担行为之间关系的影响。

与以往研究相比,本文的边际贡献主要表现在:第一,同时考虑了创新性行为和寻租性行为,对两种风险承担行为进行比较研究,完善了业绩期望落差影响风险承担行为的理论框架,进一步丰富了企业行为理论方面的研究成果。第二,将期望参照点与生存参照点引入业绩期望落差与风险承担行为关系的分析模型中,本文发现在不同决策参照点占主导的落差区间,风险承担行为将会发生转变,该研究结论为决策者如何冒险做决策以解决经营问题提供了新的视角。第三,基于管理层和董事会的异质性特征,识别并检验CEO权力和独立董事监督的调节作用,丰富和拓展了业绩期望落差影响风险承担行为的边界机制研究。

二、理论分析与研究假设

(一) 业绩期望落差与企业风险承担行为

企业行为理论以有限理性为基本假设,重点探讨相对绩效差距对企业行为决策的影响^[1]。该理论认为有限理性的决策者在决策过程中受到认知能力和信息不完整的限制,通过设定目标期望水平作为评估组织经营情况的基准,并将实际绩效与目标期望水平的差距作为企业后续行为决策的依据。当实际绩效高于期望水平,即业绩顺差时,企业处于“成功”状态;反之,当实际绩效低于期望水平,即业绩落差时,企业处于“失败”状态,不同的经营状态诱导决策者采取不同的行为。不少研究发现,业绩期望落差与企业创新行为密切相关,比如,Chen和Miller(2007)^[15]、刘建国(2017)^[17]等的研究发现实际绩效与期望目标形成的差距对企业后续投资行为形成驱动力,实际绩效低于期望目标的程度越大,决策者冒险从事创新行为的动机越强;不过也有学者认为,业绩落差的不断扩大会为企业带来生存威胁,决策者冒险从事创新活动的动机将减弱,Audia和Greve(2006)^[18]发现,面临业绩期望落差状态时,管理者反而趋向于风险规避。

与此同时,有研究指出企业不仅仅通过研发、并购等生产性冒险活动,还可能通过寻租、贿赂、商业腐败等非生产性冒险活动,使绩效恢复到期望水平。Harris和Bromiley(2007)^[19]认为处于业绩落差状态的企业从事违规性行为的概率更高;李四海等(2018)^[20]发现面对绩效下滑的企业除了从事合规性的“思变”类行为,还可能实施违规性的“思骗”类行为,以达到短时间内扭转绩效下滑的目的。Xu等(2019)^[11]研究表明,业绩期望落差所引致的问题搜索使得企业更偏好于贿赂、寻租、游说等短期冒险活动获得非生产性经济回报。

尽管不少研究注意到了业绩期望落差对企业风险承担行为的影响,但大多基于期望参照点来探讨两者之间的关系,事实上,随着业绩落差的不断变化,企业决策的参照点可能是动态变化的,管理者常常依据企业的相对绩效状态,选择一个更为重要的参照点作为后续风险承担行为的依据^[13]。当企业处于业绩落差状态但临近期望水平时,期望参照点占主导地位;然而随着业绩落差的不断扩大,决策者将赋予生存参照点更大的权重。在不同的业绩落差区间,企业在这两种风险承担行为的选择上会有所侧重。换言之,组织的行为决策受到期望参照点和生存参照点的共同影响。因此本文综合企业行为理论和参照点理论的观点,同时将具有长期导向的创新行为与具有短期导向的寻租行为纳入业绩期望落差与风险承担行为关系的分析模型中,探究不同的业绩期望落差阶段企业实施的创新性行为和寻租性行为将如何变化的问题。

(二) 业绩期望落差与创新性行为

企业行为理论强调组织的绩效评价、搜寻和决策制定的过程,尤其关注这些过程最终如何影响组织战略决策^[1],这些精髓均体现在基于业绩反馈的决策模型中^[4],然而对于不同阶段的业绩反馈,企业的决策参照点可能发生转变。当实际绩效略低于期望水平时,表明业绩不佳的状态可能是局部因素所致,甚至是企业在经营过程中遇到的一种日常状态,并不会对企业未来发展造成严重危害^[21]。由于作为长期导向的创新活动具有风险高、周期长等特点,短时间内无法带来业绩的快速扭转^[22],因此在业绩略低于期望水平状态下,管理者通常希望在较小程度范围内改进以扭转绩效下滑的趋势,此时企业从事创新性行为的意愿较低。

随着业绩期望落差的增加,管理者逐渐意识到企业经营存在系统性问题,企业只有通过更大程度的冒险性变革才能提升业绩^[8]。创新作为组织战略变革的形式之一,是企业丰富知识储备、防止竞争对手模仿、提高核心竞争力的重要途径。前景理论认为,决策者在面对得失时的偏好是不一致的,在面对“失”时变得风险追求,而面对“得”时却变得风险规避^[5]。业绩不佳作为一种损失前景,激发了管理者的风险偏好,为确保业绩能够重新回到期望的目标水平,他们拥有承担更大风险的意愿^[23]。因此当期望参照点占主导地位时,伴随业绩落差的增加,企业倾向于增加创新投入。

而随着期望落差的进一步扩大,企业面临失败的可能性增大,决策者可能会遭受紧张、焦虑以及生理刺激,将实际绩效与期望水平两者之间的巨大差距视为威胁企业生存或核心利益的灾难,此时业绩落差与创新性行为之间的正相关关系可能发生转变^[7,12]。在生存参照点占主导的落差状态下,企业的生存受到严重威胁,决策者风险承担的意愿和动力降低,会将期望参照点作为第二优先考虑目标,从而采取在短期内能够获得收益的经营策略^[24]。与此同时,在业绩落差威胁到生存的状态下,如果增加创新投入将消耗企业现有的关键性资源,这不仅无法解决绩效不佳的困境,反而导致企业面临更为严重的落差问题,甚至破产。因此随着业绩期望落差的进一步扩大,当生存参照点在企业的经营决策中占据主导地位时,出于避免生存和破产威胁的动机,企业倾向于减少创新投入。基于以上分析,本文提出如下假设:

假设1:业绩期望落差与创新性行为之间呈现先增加后减少的倒U型关系。

(三) 业绩期望落差与寻租性行为

值得注意的是,处于期望落差状态的企业可能不仅仅考虑创新性行为,还可能从事寻租性行为。寻租是企业为获得超额市场回报,对政府官员或公职人员进行游说、贿赂等处于灰色地带甚至违法违规的行为^[25]。当业绩期望落差较小时,由于组织倾向于维持惯性,管理者经常表现出对战略变革的抵制^[26],一旦开始采取研发、创新等长期冒险活动,企业将需要消耗大量的人力、物力、财力等资源,并且在短时间内无法获得投资回报,可能会造成绩效不佳的状态并逐渐恶化。而寻租作为获得政府补贴、融资约束、税收优惠等关系资本的短期投资渠道,可以在短时间内增加非生产性活动的回报^[27]。因此当企业面临实际绩效略低于期望水平的状态时,出于快速扭转绩效下滑趋势的目的,决策者冒险从事寻租活动的动机较强。

随着业绩落差的增加,意味着企业存在资源配置不当、管理效率低下、组织战略失误等问题,寻租活动可能难以解决这些潜在的内部问题。寻租作为一种违反法律或道德的行为,一旦被股东或市场监督者发现,将对决策者甚至企业的声誉造成极大的破坏性。根据 Correia (2009)^[28]提出的“公司违规成本与收益分析”模型,违规成本等于违规被稽查概率与被稽查后公司所受损失的乘积。当企业进行违规性活动所带来的收益不足以支付成本时,决策者从事寻租性行为的动机减弱。因此随着业绩落差的增加企业倾向于减少寻租支出。

进一步地,当业绩状况不断恶化、触及生存参照点时,决策者更加重视企业的生存状况,为避免陷入破产危机,企业从事寻租活动的动力再次增加。一方面,由于财务绩效恶化、市场地位下降以及资源短缺等情况的出现,管理者为扭转企业绩效下滑的状态,可能会采取一切有助于实现其绩效目标的手段^[29]。虽然某些违法违规的行为使竞争者处于不利地位,并对社会造成负面影响,但对面临生存压力的企业来说,从事非生产性、破坏性的违规活动有助于迅速低成本地改善绩效不佳的状况,摆脱破产威胁的困境,此时寻租支出增加;另一方面,当业绩期望落差处于生存参照点区间时,管理者将面临来自多方的压力,如股东、员工、供应商、消费者等利益相关者的施压以及被竞争者兼并收购的压力。Birhanu 等(2016)^[30]指出,寻租通过获得政府的优惠待遇等手段,为企业的问题提供了一种快速、短期的解决方案。此时决策者倾向于通过寻租来快速地摆脱生存威胁,扭转败局。基于以上分析,本文提出如下假设:

假设2:业绩期望落差与寻租性行为之间呈现先减少后增加的U型关系。

(四) CEO 权力的调节作用

CEO 作为企业的核心领导者,对企业的经营管理活动具有重要影响^[31]。高权力 CEO 具有明显的自我增强动机,他们在面对业绩落差问题时,往往会扭曲绩效评估的过程,将业绩反馈结果向着有利于自身利益的方向诠释^[32-33]。Lucas 等(2018)^[34]指出,高权力 CEO 通常将业绩落差状态归因于不可预测的外部因素,比如市场萎缩或激烈的竞争等,倾向于通过寻租谋取不正当的经济优势,以达到迅速扭转绩效下滑、提高短期绩效的目的。同时创新作为风险高、投入大且见效慢的长期冒险性行为,虽然能够为企业带来竞争优势,但短期内绩效无法得到改善。由于高权力 CEO 具有自我增强的认知偏差,他们更加在意个人形象和自我价值,从而忽略业绩反馈带来的消极方面,致使他们不愿意过早地从事创新性行为^[35]。因此在期望参照点主导的区间,高权力 CEO 削弱了业绩期望落差对创新性行为的促进作用,弱化了其对寻租性行为的

抑制作用。

随着业绩期望落差的进一步扩大,企业的生存受到威胁,此时管理者意识到企业当前的业绩困境可能并非外部环境所致,而是内部出现了系统性问题^[36]。Blagoeva等(2020)^[35]指出,当CEO权力较高时,自我增强动机促使他们对自我主导的冒险活动产生过度自信的认知偏差。在一般情况下,过度自信通常使决策者认为自身能力远远高于他人,相信自己能够应对企业面临的业绩困境风险,更加关注创新活动带来的收益而忽略潜在的风险,从而高估创新活动成功的可能性^[37]。所以当企业处于较大业绩期望落差状态时,高权力CEO通常不会将该状态归咎于自我能力问题,致使创新活动一旦开始实施,就不会轻易作出改变。寻租活动虽然可以带来短期绩效提升,但不能解决长期性问题,尤其对于面临生存威胁的企业,从事违背道德或违规违法的寻租活动更容易被发现。因此在高CEO权力的条件下,在生存参照点主导的区间业绩期望落差对创新性行为的负向作用被缓解,其对寻租性行为的正向作用被抑制。基于以上分析,本文提出如下假设:

假设3a:CEO权力弱化了业绩期望落差与创新性行为之间的倒U型关系。

假设3b:CEO权力弱化了业绩期望落差与寻租性行为之间的U型关系。

(五) 独立董事监督的调节作用

为避免管理者热衷于追求短期目标而忽视企业的长期发展,现代企业通常建立独立董事制度进行监督和提供咨询。在业绩不佳的状态下,由知名学者和行业专家组成的独立董事除了发挥外部人的作用,还扮演内部人的角色^[38]。

在期望参照点占主导地位的落差状态下,独立董事监督可能会改变决策者的风险决策偏好。首先,独立董事监督程度越高,对企业经营决策的参与度越高,越能够有效压缩管理者对绩效的操纵空间,提高企业通过创新活动解决落差问题的概率^[39]。虽然寻租性行为能够在短期内改善绩效,但对企业的长远发展以及在市场中的竞争优势造成威胁,尤其在独立董事监督的作用下,管理者冒险从事寻租性行为来解决问题的动机被削弱。其次,相对于企业而言,独立董事往往是由外部专家构成,其更多地承担了监督和咨询的责任,以专家的身份帮助企业解决问题。当企业面临业绩期望落差状态时,因其构成独立董事的专家具有丰富的知识和经验,他们通常能够为业绩不佳的企业提供更加客观的建议,系统、专业地评估管理者决策的风险性,从而有效地解决问题^[36]。同时独立董事与外部紧密的联系能够帮助企业及时获得关于创新活动的准确性信息,降低从事创新活动的风险概率^[39]。因此高独立董事监督促进了业绩期望落差与创新性行为的正向关系,加强了业绩期望落差对寻租性行为的负向作用。

在面临业绩期望落差进一步扩大的情况下,生存参照点将受到更多的关注。由于企业的失败会对独立董事自身的声誉和形象产生影响,在独立董事监督程度较高的情况下,管理者在做出风险承担行为时将更多地考虑企业的长期发展^[36],但当业绩期望落差威胁到企业生存时,独立董事将限制创新投入,而放松对于寻租支出的约束。一方面是因为企业的存活与独立董事的个人发展紧密相关。在一般情况下,独立董事主要由学术界和企业界的社会知名专家所构成,在自己的工作领域中,他们往往享有很高的声誉和社会威望^[38]。作为某领域的成功者,独立董事更加爱护自己的形象,如果企业在独立董事任职期间破产,外界会归咎于独立董事监督不力,并对他们的能力产生质疑,导致他们的声誉受损^[40]。出于自身声誉和专业地位的考虑,独立董事对企业的生存更加警觉或敏感,所以在长远发展和生存之间,独立董事更在意企业是否能够继续存活。另一方面,当企业面临生存威胁时,从独立董事的角度理性思考,他们更希望企业能迅速摆脱生存困境的威胁,从而致使独立董事默许甚至赞同管理者从事寻租性行为,减少创新性行为。因此在生存参照点占主导的业绩落差状态下,独立董事监督加强了业绩期望落差与创新性行为 and 寻租性行为的关系。基于以上分析,本文提出如下假设:

假设4a:独立董事监督强化了业绩期望落差与创新性行为之间的倒U型关系。

假设4b:独立董事监督强化了业绩期望落差与寻租性行为之间的U型关系。

三、研究设计

(一) 样本选择与数据来源

本文选取2013-2018年沪深A股制造业非国有上市公司为研究样本,并按照以下原则对数据进行处理:(1)剔除ST、*ST的企业样本;(2)删除资产负债率超过100%的企业样本;(3)按照三位代码分类删除企业数量不足5家的行业中的企业。此外为避免异常值对检验结果的影响,对主要连续变量在1%水平上进行缩尾处理。样本数据来自CSMAR数据库。

(二) 变量与测量

1. 创新性行为(*RD*)。用行业调整后的研发强度来测量,其中研发强度为研发支出与营业收入之比。

2. 寻租性行为(*BE*)。由于寻租性行为的隐蔽性特征,使得衡量寻租支出的数据通常难以获取。鉴于数据的可得性,参照Cai等(2011)^[16]、Xu等(2019)^[11]的方法,采用企业的业务招待费和差旅费之和对营业收入、总资产、销售费用与营业收入的比值、资本密集度和薪酬前三位高管的平均薪酬进行回归预测得到残差,使用该残差衡量寻租支出。

3. 业绩期望落差(*BHP*)。用实际绩效与期望水平的差值进行衡量,即 $BHP = P_{i,t-1} - A_{i,t-1}$ 。其中 $P_{i,t-1}$ 为企业的实际绩效,用总资产净利润率衡量; $A_{i,t-1}$ 表示企业的历史期望水平, $A_{i,t-1} = (1 - \alpha_1) P_{i,t-2} + \alpha_1 A_{i,t-2}$,本文借鉴Chen(2008)^[8]的方法,汇报了 $\alpha_1 = 0.4$ 的检验结果。为了更直观地进行分析,本文对业绩期望落差采取绝对值处理。

4. CEO权力(*Power*)。借鉴郭蓉和文巧甜(2017)^[41]的方法,选取4个维度的指标:CEO是否兼任董事长(是则取值为1,否则为0)、CEO任期(取CEO任职年数加1的自然对数)、股权分散度(第二至第十大股东持股比例平方和除以第一大股东持股比例平方)、董事会规模(董事会人数的自然对数)。将4个指标标准化后相加,得到CEO权力的指标*Power*。指标值越大,表示CEO权力越高。

5. 独立董事监督(*BOD*)。采用独立董事人数在董事会中的占比进行衡量。

此外,本文还选取了其他一些可能影响企业创新性行为和寻租性行为的因素作为控制变量,包括企业年龄(*Age*)、企业规模(*Size*)、企业成长性(*Growth*)、冗余资源(*Slack*)、销售费用率(*Sale*)、托宾Q值(*TobinQ*)、董事会持股比例(*Share*)、管理费用率(*Cost*)、业绩期望顺差(*AHP*),同时本文还控制了时间和行业因素的影响。

主要变量的含义与指标测量方法见表1。

表1 变量定义

变量类型	变量名称	缩写	变量定义
因变量	创新性行为	<i>RD</i>	研发投入/营业收入×100% - 行业研发强度均值
	寻租性行为	<i>BE</i>	业务招待费和差旅费回归模型的残差
自变量	业绩期望落差	<i>BHP</i>	实际绩效低于期望水平的差距的绝对值
调节变量	CEO权力	<i>Power</i>	由CEO两职兼任、CEO任期、股权分散度和董事会规模这4个维度进行标准化后之和
	独立董事监督	<i>BOD</i>	独立董事人数/董事人数×100%
控制变量	企业年龄	<i>Age</i>	样本观测年度与公司成立年度的差值
	企业规模	<i>Size</i>	公司员工人数的自然对数
	企业成长性	<i>Growth</i>	(本期营业收入 - 上期营业收入)/上期营业收入
	冗余资源	<i>Slack</i>	流动比率、资产负债率与费用收入比率三者标准化后相加取均值
	销售费用率	<i>Sale</i>	销售费用/营业收入
	托宾Q	<i>TobinQ</i>	(流通股市价 + 非流通股账面价值 + 负债账面价值)/总资产账面价值
	董事会持股比例	<i>Share</i>	董事会持股数量/总股数
	管理费用率	<i>Cost</i>	管理费用/营业收入
	业绩期望顺差	<i>AHP</i>	实际绩效高于期望水平的差值

(三) 实证模型

为研究本文假设1和假设2,即业绩期望落差与企业创新性行为和寻租性行为之间的非线性关系,本文设定了回归方程(1)和方程(2):

$$RD_{i,t} = \beta_0 + \beta_1 BHP_{i,t-1} + \beta_2 BHP_{i,t-1}^2 + \beta_3 Power_{i,t-1} + \beta_4 BOD_{i,t-1} + \sum_1^j \delta_j Controls_{i,t-1} + Yeardummy + Industrydummy + \varepsilon_{i,t-1} \quad (1)$$

$$BE_{i,t} = \beta_0 + \beta_1 BHP_{i,t-1} + \beta_2 BHP_{i,t-1}^2 + \beta_3 Power_{i,t-1} + \beta_4 BOD_{i,t-1} + \sum_1^j \delta_j Controls_{i,t-1} + Yeardummy + Industrydummy + \varepsilon_{i,t-1} \quad (2)$$

为检验假设CEO权力和独立董事监督的调节作用,在方程(1)和方程(2)的基础上,分别加入CEO权力、独立董事监督与业绩期望落差及其平方的交互项,建立方程(3)、(4)、(5)和(6):

$$RD_{i,t} = \beta_0 + \beta_1 BHP_{i,t-1} + \beta_2 BHP_{i,t-1}^2 + \beta_3 BHP_{i,t-1} \times Power_{i,t-1} + \beta_4 BHP_{i,t-1}^2 \times Power_{i,t-1} + \beta_5 Power_{i,t-1} + \beta_6 BOD_{i,t-1} + \sum_1^j \delta_j Controls_{i,t-1} + Yeardummy + Industrydummy + \varepsilon_{i,t-1} \quad (3)$$

$$BE_{i,t} = \beta_0 + \beta_1 BHP_{i,t-1} + \beta_2 BHP_{i,t-1}^2 + \beta_3 BHP_{i,t-1} \times Power_{i,t-1} + \beta_4 BHP_{i,t-1}^2 \times Power_{i,t-1} + \beta_5 Power_{i,t-1} + \beta_6 BOD_{i,t-1} + \sum_1^j \delta_j Controls_{i,t-1} + Yeardummy + Industrydummy + \varepsilon_{i,t-1} \quad (4)$$

$$RD_{i,t} = \beta_0 + \beta_1 BHP_{i,t-1} + \beta_2 BHP_{i,t-1}^2 + \beta_3 BHP_{i,t-1} \times BOD_{i,t-1} + \beta_4 BHP_{i,t-1}^2 \times BOD_{i,t-1} + \beta_5 Power_{i,t-1} + \beta_6 BOD_{i,t-1} + \sum_1^j \delta_j Controls_{i,t-1} + Yeardummy + Industrydummy + \varepsilon_{i,t-1} \quad (5)$$

$$BE_{i,t} = \beta_0 + \beta_1 BHP_{i,t-1} + \beta_2 BHP_{i,t-1}^2 + \beta_3 BHP_{i,t-1} \times BOD_{i,t-1} + \beta_4 BHP_{i,t-1}^2 \times BOD_{i,t-1} + \beta_5 Power_{i,t-1} + \beta_6 BOD_{i,t-1} + \sum_1^j \delta_j Controls_{i,t-1} + Yeardummy + Industrydummy + \varepsilon_{i,t-1} \quad (6)$$

考虑企业的决策往往由前期的绩效反馈所决定,因此将解释变量滞后一期。在进行调节效应分析时,对构成交互项的变量进行中心化处理。此外,为避免非平衡面板数据可能存在的异方差、时序相关和横截面相关等系列相关问题,采用 Driscoll 和 Kraay(1998)^[42]的方法进行面板数据模型的估计。

(四) 描述性统计和相关性分析

如表2所示,创新性行为(RD)的均值为-0.0005,标准差为0.0249;寻租性行为(BE)的均值为0.0913,标准差是0.9466,表明样本企业创新支出和寻租支出有着较大差异。从相关系数来看,业绩期望落差(BHP)与创新性行为(RD)正相关,而与寻租性行为(BE)负相关。方差膨胀因子值(VIF)均小于2,反映不存在严重的多重共线性问题。

表2 描述性统计与相关性分析

	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14
1. RD	1.000													
2. BE	0.061	1.000												
3. BHP	0.135	-0.017	1.000											
4. Power	0.105	0.056	-0.019	1.000										
5. BOD	0.069	-0.074	0.012	-0.198	1.000									
6. Age	-0.131	-0.020	-0.009	0.014	-0.113	1.000								
7. Size	-0.130	0.101	-0.072	0.073	-0.096	0.096	1.000							
8. Growth	-0.096	0.038	-0.242	0.008	0.004	-0.016	0.031	1.000						
9. Slack	0.262	-0.043	0.136	0.017	0.037	-0.055	-0.281	-0.102	1.000					
10. Sale	0.105	0.063	0.186	0.002	0.069	0.030	0.021	-0.024	0.393	1.000				
11. TobinQ	0.211	0.037	0.044	-0.010	0.083	-0.016	-0.337	0.016	0.387	0.226	1.000			
12. Share	0.131	0.066	0.016	0.078	0.101	-0.229	-0.236	0.030	0.114	0.020	0.147	1.000		
13. Cost	0.570	0.217	0.277	0.064	0.012	-0.058	-0.298	-0.094	0.378	0.235	0.349	0.113	1.000	
14. AHP	-0.078	-0.017	-0.237	-0.059	-0.017	0.052	-0.020	0.283	-0.011	0.022	0.117	-0.105	0.024	1.000
Mean	-0.0005	0.0913	0.0163	0.4272	37.2480	15.4876	7.5844	0.1842	-0.0126	0.0992	2.3772	0.1932	0.1060	1.0107
SD	0.0249	0.9466	0.0344	1.9968	5.0614	5.0830	0.9331	0.3392	0.2006	0.1085	1.7877	0.1985	0.0613	0.0235

四、实证分析结果

(一) 假设检验

Hausman 检验结果表明固定效应优于随机效应,因此本文采用固定效应模型进行估计。表3报告了业绩期望落差与创新性行为 and 寻租性行为关系的检验结果。模型2和模型4的结果显示,业绩期望落差的回归系数没有通过显著性检验,说明线性关系并不成立。接下来,本文按照 Lind 和 Mehlum(2010)^[43]提出的三个标准检验二次曲线关系是否成立。

第一,在模型3中,业绩期望落差的系数为0.0442,在1%的水平上显著,业绩期望落差平方项的系数为-0.3977,同样在1%的水平上显著,F检验在1%的水平上拒绝了业绩期望落差及其平方项系数同时为零的原假设。与模型2相比,模型3解释度明显增加($\Delta R^2 = 0.0043, P < 0.01$);第二,曲线的斜率在业绩期望落差取值范围的左端时, $\beta_1 + 2\beta_2 \times BHP_{Low}$ 为0.0583,曲线的斜率在业绩期望落差取值范围的右端时, $\beta_1 + 2\beta_2 \times BHP_{High}$ 为-0.1347,样本边界斜率的符号相反,并且均通过显著性检验;第三,曲线的拐点(0.0556)在业绩期望落差的区间范围内。因此假设1得到验证,业绩期望落差与创新性行之间呈倒U型关系。

在以寻租性行为(BE)为因变量的模型6中,业绩期望落差及其平方项的系数一负一正,分别为-0.9797和7.2412,并且至少在5%的水平上显著;联合检验在1%的显著性水平上拒绝业绩期望落差及其平方项的系数同时为零;U型曲线的斜率在样本边界处足够陡峭,并且曲线拐点(0.0676)处在样本范围内。假设2关于业绩期望落差与寻租性行为的U型关系得到验证。

表3 业绩期望落差与企业风险承担行为

	Model1	Model2	Model3	Model4	Model5	Model6
	DV:RD			DV:BE		
<i>BHP</i>		-0.0124 (0.0082)	0.0442 *** (0.0044)		0.1139 (0.2018)	-0.9797 ** (0.2830)
<i>BHP</i> ²			-0.3977 *** (0.0791)			7.2412 *** (0.8035)
<i>Power</i>	0.0003 * (0.0001)	0.0003 * (0.0001)	0.0004 * (0.0001)	0.0037 (0.0037)	0.0037 (0.0037)	0.0033 (0.0038)
<i>BOD</i>	-0.0002 *** (0.0000)	-0.0002 *** (0.0000)	-0.0002 *** (0.0000)	-0.0036 (0.0033)	-0.0036 (0.0033)	-0.0036 (0.0033)
<i>Age</i>	-0.0031 ** (0.0009)	-0.0030 ** (0.0009)	-0.0027 ** (0.0008)	0.0304 (0.0480)	0.0320 (0.0504)	0.0260 (0.0510)
<i>Size</i>	0.0044 *** (0.0008)	0.0045 *** (0.0007)	0.0045 *** (0.0007)	0.1414 ** (0.0414)	0.1408 ** (0.0423)	0.1418 ** (0.0415)
<i>Growth</i>	-0.0028 *** (0.0003)	-0.0029 *** (0.0002)	-0.0026 *** (0.0003)	-0.0149 (0.0142)	-0.0145 (0.0141)	-0.0200 (0.0156)
<i>Slack</i>	0.0095 ** (0.0037)	0.0096 ** (0.0037)	0.0095 ** (0.0036)	-0.0073 (0.0686)	-0.0075 (0.0686)	-0.0052 (0.0697)
<i>Sale</i>	-0.0302 ** (0.0112)	-0.0289 * (0.0118)	-0.0274 * (0.0120)	-1.1174 *** (0.2149)	-1.1305 *** (0.1951)	-1.1537 *** (0.1863)
<i>TobinQ</i>	0.0003 (0.0002)	0.0003 (0.0002)	0.0004 (0.0002)	0.0135 * (0.0060)	0.0136 * (0.0061)	0.0129 * (0.0063)
<i>Share</i>	0.0046 (0.0027)	0.0045 (0.0026)	0.0047 (0.0026)	-0.0391 (0.0360)	-0.0381 (0.0373)	-0.0416 (0.0361)
<i>Cost</i>	0.0441 (0.0287)	0.0476 (0.0308)	0.0484 (0.0311)	0.8434 *** (0.1157)	0.8113 *** (0.1657)	0.8038 *** (0.1737)
<i>AHP</i>	-0.0113 (0.0113)	-0.0165 (0.0104)	-0.0129 (0.0090)	-0.0654 (0.2029)	-0.0155 (0.2183)	-0.0859 (0.2519)
<i>Constant</i>	-0.0378 ** (0.0095)	-0.0388 ** (0.0097)	-0.0434 *** (0.0093)	-0.7246 * (0.3042)	-0.7348 * (0.3119)	-0.6537 * (0.3210)

续表3

	Model1	Model2	Model3	Model4	Model5	Model6
	DV:RD			DV:BE		
<i>Year</i>	Included	Included	Included	Included	Included	Included
<i>Industry</i>	Included	Included	Included	Included	Included	Included
<i>F-test (joint significant)</i>			$F = 63.60$ $P = 0.000$			$F = 45.21$ $P = 0.001$
<i>Inflection point</i>			0.0556			0.0676
$\beta_1 + 2\beta_2 \times BHP_{Low}$			0.0583 $P = 0.000$			-1.2359 $P = 0.009$
$\beta_1 + 2\beta_2 \times BHP_{High}$			-0.1347 $P = 0.009$			2.2785 $P = 0.000$
<i>Observations</i>	3374	3374	3374	3256	3256	3256
<i>F</i>	12.1406 ***	29.2751 ***	79.2889 ***	69.7864 ***	60.0325 ***	47.8759 ***
<i>R²</i>	0.0592	0.0597	0.0640	0.0508	0.0508	0.0528

注: *、**和***分别表示P值在10%、5%和1%的水平显著;括号内为D-K稳健标准误

表4报告了CEO权力和独立董事监督的调节效应检验结果。模型1的结果显示,业绩期望落差与CEO权力乘积项的回归系数为负($\beta = -0.0122, P > 0.1$),业绩期望落差平方项与CEO权力乘积项的回归系数为正($\beta = 0.0869, P > 0.1$),但没有通过显著性检验。从图1(a)中看出,代表高CEO权力和代表低CEO权力曲线斜率以及拐点的变化均不明显,假设3a未得到验证。在模型2中,业绩期望落差与独立董事监督乘积项的回归系数显著为正($\beta = 0.0092, P < 0.01$),业绩期望落差平方项与独立董事监督乘积项的回归系数显著为负($\beta = -0.0619, P < 0.01$)。结果在全变量模型3中保持稳健。图2(a)显示,高独立董事监督的倒U型曲线显得更为陡峭,假设4a得到验证。

模型4的结果显示,业绩期望落差与CEO权力乘积项的系数为正($\beta = 0.4278, P < 0.05$),业绩期望落差平方项与CEO权力乘积项的系数为负($\beta = -3.5746, P < 0.01$),均通过显著性检验,表明CEO权力减弱了业绩期望落差与寻租性行为的U型关系。结果在全变量模型6中保持一致。从图1(b)可以看出,高CEO权力曲线更为平缓,假设3b进一步得到验证。模型5检验了独立董事监督对于业绩期望落差与寻租性行为之间关系的调节作用。结果显示,业绩期望落差及其平方项与独立董事监督乘积项的回归系数虽一负一正,但均不显著。由图2(b)可以看出,高独立董事比例曲线较低,并且拐点左移,在一定程度上也印证了本文的观点,即当期望参照点主导时,独立董事占比高的企业从事寻租活动的可能性较小。

表4 CEO权力和独立董事监督的调节效应

	Model1	Model2	Model3	Model4	Model5	Model6
	DV:RD			DV:BE		
<i>BHP</i>	0.0471 *** (0.0064)	0.0461 *** (0.0066)	0.0481 *** (0.0086)	-1.0683 ** (0.3078)	-0.9498 ** (0.2555)	-1.0293 ** (0.2799)
<i>BHP²</i>	-0.4219 ** (0.1099)	-0.4013 ** (0.1072)	-0.4207 ** (0.1356)	7.9613 *** (1.2164)	6.6991 *** (1.0610)	7.4101 *** (1.1939)
<i>BHP × Power</i>	-0.0122 (0.0067)		-0.0089 (0.0072)	0.4278 ** (0.1107)		0.3832 * (0.1818)
<i>BHP² × Power</i>	0.0869 (0.0694)		0.0705 (0.0710)	-3.5746 *** (0.8431)		-3.2981 *** (0.7024)
<i>BHP × BOD</i>		0.0092 *** (0.0018)	0.0086 *** (0.0019)		-0.1278 (0.1077)	-0.0986 (0.1164)
<i>BHP² × BOD</i>		-0.0619 *** (0.0095)	-0.0590 *** (0.0102)		0.9874 (0.9100)	0.8144 (0.8388)

续表4

	Model1	Model2	Model3	Model4	Model5	Model6
	DV:RD			DV:BE		
<i>Power</i>	0.0004 ** (0.0001)	0.0004 ** (0.0001)	0.0004 ** (0.0001)	0.0017 (0.0037)	0.0030 (0.0040)	0.0016 (0.0038)
<i>BOD</i>	-0.0002 *** (0.0000)	-0.0002 *** (0.0000)	-0.0002 *** (0.0000)	-0.0036 (0.0034)	-0.0034 (0.0032)	-0.0034 (0.0033)
<i>Age</i>	-0.0029 ** (0.0009)	-0.0029 ** (0.0008)	-0.0030 ** (0.0009)	0.0287 (0.0493)	0.0255 (0.0516)	0.0277 (0.0501)
<i>Size</i>	0.0045 *** (0.0007)	0.0044 *** (0.0006)	0.0044 *** (0.0007)	0.1422 ** (0.0411)	0.1428 ** (0.0420)	0.1431 ** (0.0415)
<i>Growth</i>	-0.0026 *** (0.0003)	-0.0027 *** (0.0003)	-0.0026 *** (0.0003)	-0.0213 (0.0158)	-0.0204 (0.0161)	-0.0215 (0.0160)
<i>Slack</i>	0.0096 ** (0.0036)	0.0096 ** (0.0036)	0.0096 ** (0.0036)	-0.0069 (0.0685)	-0.0054 (0.0700)	-0.0066 (0.0684)
<i>Sale</i>	-0.0269 * (0.0126)	-0.0274 * (0.0119)	-0.0270 * (0.0124)	-1.1774 *** (0.1836)	-1.1474 *** (0.1752)	-1.1692 *** (0.1727)
<i>TobinQ</i>	0.0004 (0.0002)	0.0004 (0.0002)	0.0004 (0.0002)	0.0131 * (0.0061)	0.0131 * (0.0064)	0.0132 * (0.0062)
<i>Share</i>	0.0047 (0.0026)	0.0047 (0.0025)	0.0047 (0.0026)	-0.0417 (0.0348)	-0.0401 (0.0364)	-0.0407 (0.0353)
<i>Cost</i>	0.0493 (0.0317)	0.0476 (0.0313)	0.0483 (0.0320)	0.7814 *** (0.1512)	0.8156 *** (0.1861)	0.7951 *** (0.1639)
<i>AHP</i>	-0.0129 (0.0096)	-0.0127 (0.0098)	-0.0129 (0.0104)	-0.0735 (0.2510)	-0.0857 (0.2568)	-0.0725 (0.2598)
<i>Constant</i>	-0.0423 ** (0.0105)	-0.0415 *** (0.0098)	-0.0409 ** (0.0110)	-0.6837 * (0.3157)	-0.6573 * (0.3254)	-0.6809 * (0.3219)
<i>year</i>	Included	Included	Included	Included	Included	Included
<i>Industry</i>	Included	Included	Included	Included	Included	Included
<i>F-test (joint significant)</i>	F = 40.47 P = 0.001	F = 38.61 P = 0.001	F = 27.90 P = 0.002	F = 28.42 P = 0.002	F = 21.40 P = 0.004	F = 19.46 P = 0.004
<i>Observations</i>	3374	3374	3374	3256	3256	3256
<i>F</i>	618.9124 ***	20.0084 ***	189.0161 ***	30.6683 ***	37.8222 ***	12.2770 ***
<i>R²</i>	0.0648	0.0663	0.0668	0.0544	0.0536	0.0550

注：*、**和***分别表示P值在10%、5%和1%的水平显著；括号内为D-K稳健标准误

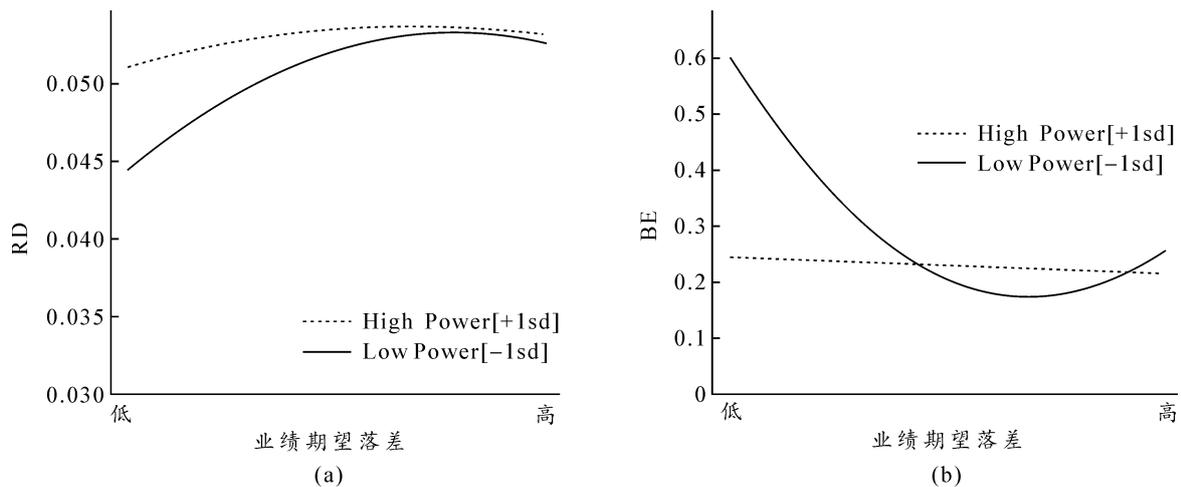


图1 CEO权力的调节效应

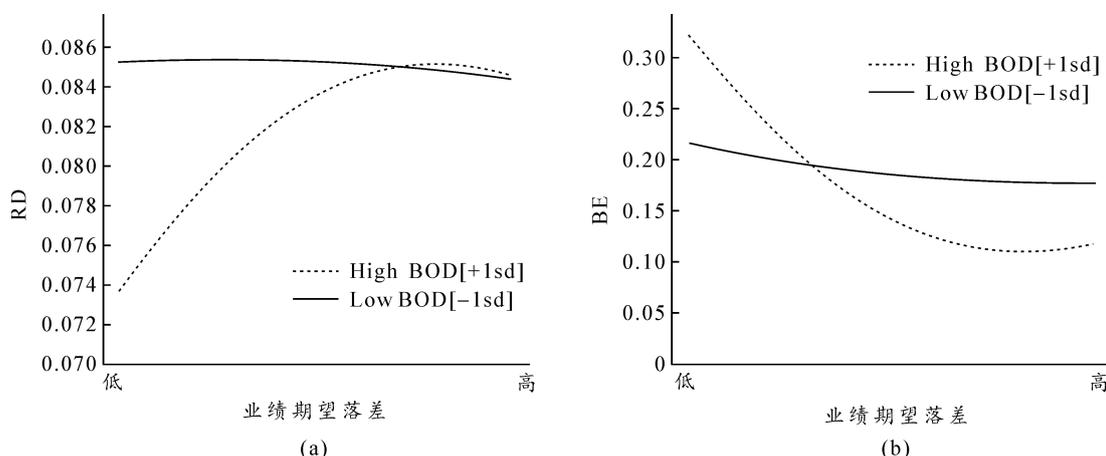


图2 独立董事监督的调节效应

(二) 稳健性检验

1. 内生性处理。考虑企业自身特征对业绩状态的潜在影响,业绩期望落差可能是内生的。为减轻这种潜在的内生性,参考以往研究文献,本文采用两阶段最小二乘法(2SLS)对模型进行内生性处理。具体地,使用 Probit 回归,用企业年龄、冗余资源、托宾 Q、董事会持股比例等特征变量与企业是否处于业绩落差状态的虚拟变量进行回归分析,然后将预测值作为业绩期望落差的工具变量纳入到模型中进行估计^[44]。表5模型1-4的结果显示,回归结果与之前的基本一致。

本文还采用倾向得分匹配法(PSM)控制样本选择偏差带来的影响。用企业年龄、企业规模、企业成长性、冗余资源、销售费用率、托宾 Q、管理层持股比例、管理费用率等作为企业是否处于业绩落差状态的配对变量,使用最近邻匹配法对样本进行配对后再次进行回归。表5模型5-8的估计结果显示,不论是创新性行为还是寻租性行为,业绩期望落差及其平方项的系数均显著,且符号与预测的一致;CEO 权力和独立董事监督的调节作用与表4的结果相同。

2. 改变变量测量方法。(1)改变实际绩效的测量方法。本文使用资产报酬率作为衡量企业实际绩效的替代性指标重新计算业绩期望落差并对模型进行回归,表6模型1-4报告了估计结果。结果与先前的相似。(2)改变期望水平的测量方法。采用王菁等(2014)^[9]的方法改变期望水平的测量方法。前文中借鉴 Chen(2008)^[8]的研究进行测量,即根据 $A_{i,t-1} = (1 - \alpha_1) P_{i,t-2} + \alpha_1 A_{i,t-2}$ 计算期望水平, α_1 代表权重,介于0到1之间,从0开始,每增加0.1进行赋予权重。前文汇报了 $\alpha_1 = 0.4$ 的检验结果,表6模型5-8汇报了 $\alpha_1 = 0.6$ 的检验结果。无论是主效应还是调节效应都没有发生变化。

表5 稳健性检验(一):内生性处理

	Model1	Model2	Model3	Model4	Model5	Model6	Model7	Model8
	两阶段最小二乘法(2SLS)				倾向得分匹配法(PSM)			
	DV:RD		DV:BE		DV:RD		DV:BE	
<i>BHP</i>	0.0109* (0.0043)	-0.0048 (0.0078)	-0.1205* (0.0475)	-0.6697 (0.4059)	0.0473*** (0.0081)	0.0506*** (0.0112)	-1.3569*** (0.3064)	-1.4000*** (0.3127)
<i>BHP</i> ²	-0.0059* (0.0026)	0.0320* (0.0132)	0.1091* (0.0533)	0.3752 (0.4925)	-0.4049** (0.1009)	-0.4193** (0.1440)	9.0910*** (1.0797)	9.3293*** (1.6155)
<i>BHP</i> × <i>Power</i>		0.0005 (0.0005)		0.0461 (0.0367)		-0.0101 (0.0067)		0.4562* (0.2187)
<i>BHP</i> ² × <i>Power</i>		-0.0012 (0.0007)		-0.0675* (0.0306)		0.0500 (0.0714)		-4.8774*** (1.1668)
<i>BHP</i> × <i>BOD</i>		0.0004* (0.0002)		0.0148 (0.0112)		0.0066** (0.0022)		-0.1793 (0.1353)
<i>BHP</i> ² × <i>BOD</i>		-0.0010** (0.0003)		-0.0072 (0.0142)		-0.0457** (0.0151)		1.9471 (1.0834)

续表5

	Model1	Model2	Model3	Model4	Model5	Model6	Model7	Model8
	两阶段最小二乘法(2SLS)				倾向得分匹配法(PSM)			
	DV:RD		DV:BE		DV:RD		DV:BE	
<i>Controls</i>	Included	Included	Included	Included	Included	Included	Included	Included
<i>Constant</i>	-0.0363 ** (0.0115)	-0.0401 * (0.0161)	-2.4024 ** (0.9298)	-2.2124 * (0.8976)	0.0082 (0.0294)	0.0132 (0.0314)	-1.8721 ** (0.5773)	-1.9419 ** (0.5617)
<i>Observations</i>	3097	3097	2973	2973	2899	2899	2835	2835
<i>F</i>	4.9324 **	21.0999 ***	144.3709 ***	22.9457 ***	14.2832 ***	19.9274 ***	48.2988 ***	37.5240 ***
<i>R</i> ²	0.0642	0.0663	0.0534	0.0560	0.0651	0.0671	0.0601	0.0674

注: *、**和***分别表示 *P* 值在10%、5%和1%的水平显著;括号内为 D-K 稳健标准误

表6 稳健性检验(二):更换变量测量方法

	Model1	Model2	Model3	Model4	Model5	Model6	Model7	Model8
	更换实际绩效的测量指标				更换期望水平的测量指标			
	DV:RD		DV:BE		DV:RD		DV:BE	
<i>BHP</i>	0.0398 *** (0.0053)	0.0418 *** (0.0086)	-1.1055 *** (0.2063)	-1.0732 *** (0.2108)	0.0476 *** (0.0053)	0.0504 *** (0.0072)	-1.1315 *** (0.2298)	-1.2344 *** (0.2513)
<i>BHP</i> ²	-0.3146 *** (0.0609)	-0.3213 ** (0.1068)	7.0451 *** (1.1004)	6.6253 *** (1.3106)	-0.4270 *** (0.0817)	-0.4504 ** (0.1151)	8.7549 *** (0.9159)	9.3340 *** (1.0840)
<i>BHP</i> × <i>Power</i>		-0.0095 (0.0064)		0.2108 (0.1896)		-0.0042 (0.0061)		0.5491 *** (0.1278)
<i>BHP</i> ² × <i>Power</i>		0.0570 (0.0577)		-1.7572 ** (0.6512)		0.0455 (0.0542)		-4.3424 *** (0.7906)
<i>BHP</i> × <i>BOD</i>		0.0067 ** (0.0021)		-0.0304 (0.1308)		0.0061 ** (0.0023)		-0.0539 (0.1145)
<i>BHP</i> ² × <i>BOD</i>		-0.0551 *** (0.0069)		0.5612 (0.9664)		-0.0432 ** (0.0147)		0.6160 (0.7932)
<i>Controls</i>	Included	Included	Included	Included	Included	Included	Included	Included
<i>Constant</i>	-0.0428 *** (0.0106)	-0.0407 ** (0.0120)	-0.7499 * (0.3239)	-0.7513 * (0.3422)	-0.0470 *** (0.0104)	-0.0454 ** (0.0118)	-0.7184 * (0.3366)	-0.7617 * (0.3451)
<i>Observations</i>	3338	3338	3214	3214	3338	3338	3214	3214
<i>F</i>	60.1290 ***	39.5101 ***	60.3698 ***	12.9302 ***	70.3654 ***	146.5875 ***	70.4845 ***	31.9250 ***
<i>R</i> ²	0.0604	0.0629	0.0533	0.0543	0.0636	0.0650	0.0549	0.0581

注: *、**和***分别表示 *P* 值在10%、5%和1%的水平显著;括号内为 D-K 稳健标准误

3. 混淆变量检验。由于忽视资本市场波动性可能会产生遗漏变量偏差,本文增加了机构投资者持股和市场竞争等作为混淆变量,分析结果并没有发生变化。^①此外,本文参照 Frank(2000)^[45]、Frank 等(2013)^[46]提出的方法来检验机构投资者持股和产品市场竞争对模型推断有效性的影响。在以创新行为为因变量的模型中,为了使回归系数的推断无效,机构投资者持股比例与被解释变量、解释变量的相关系数和影响的阈值分别为0.165、0.0272;市场竞争程度与被解释变量、解释变量的相关系数和影响的阈值分别为0.194、0.0375。表7 PanelA 的结果显示,相关系数和影响均未超过阈值。在以寻租行为为被解释变量的模型中,为了使回归系数的推断无效,机构投资者持股比例与被解释变量、解释变量的相关系数和影响的阈值分别为0.122、0.0149;市场竞争程度与被解释变量、解释变量的相关系数和影响的阈值分别为0.140、0.0195。从表7 PanelB 的结果来看,相关系数及对模型的影响同样均未超过阈值。

综上所述,资本市场的波动性对模型结果的影响较小,并不会影响模型推断的有效性。

①由于篇幅限制未列出回归结果,备案。

表7 机构投资者持股和市场竞争对模型的影响

Panel A: DV (RD)						
变量	Cor(V, X ₁)	Cor(V, Y ₁)	Impact	Cor(V, X ₂)	Cor(V, Y ₁)	Impact
BHP	0.0312	-0.0755	-0.0024	-0.0219	-0.0755	0.0017
Power	-0.0235	0.1172	-0.0027	-0.0059	0.0463	-0.0003
BOD	-0.0562	0.0463	-0.0026	-0.0254	0.1172	-0.003
Panel B: DV (BE)						
变量	Cor(V, X ₁)	Cor(V, Y ₂)	Impact	Cor(V, X ₂)	Cor(V, Y ₂)	Impact
BHP	0.0231	-0.0492	-0.0011	0.0231	-0.0492	-0.0011
Power	-0.0305	0.0533	-0.0016	-0.0305	0.0533	-0.0016
BOD	-0.0432	-0.0605	0.0026	-0.0432	-0.0605	0.0026

注:其中 X₁为机构投资者持股, X₂为市场竞争, Y₁为创新性行为, Y₂为寻租性行为, V为核心解释变量

五、结论与启示

(一) 研究结论

本文基于企业行为理论和参照点理论,分析了业绩期望落差对创新性行为和寻租性行为的影响,以及CEO权力和独立董事监督的调节作用。本文的研究结论如下:第一,业绩期望落差与创新性行为呈先增加后减少的倒U型关系,而与寻租性行为呈先减少后增加的U型关系。第二,由于高权力CEO具有自我增强的动机,高CEO权力明显削弱了业绩期望落差与寻租性行为之间的U型关系。第三,出于维护自身专业权威的考虑,独立董事的监督显著强化了业绩期望落差与创新性行为之间的倒U型关系。

(二) 研究贡献

首先,本文揭示了业绩期望落差对差异性风险承担行为的影响机制。以往的研究或是探究业绩期望落差对研发、并购等生产性活动的影响^[2,8],或是集中在业绩期望落差对寻租、贿赂等非生产性活动的影响^[19]。本文把风险承担行为区分为创新性行为和寻租性行为,并同时纳入分析模型,考察了随着业绩期望落差状态的变化,企业如何在这两种此消彼长的风险承担行为之间进行权衡取舍,丰富了业绩期望落差与风险承担行为方面的研究。

其次,本文整合了企业行为理论和参照点理论对于风险承担行为的解释,丰富了现有文献对业绩期望落差的研究视角。已有研究大多揭示了业绩期望落差与企业风险承担行为的线性关系^[18,44],本文的研究结果表明,因参照点的调整业绩期望落差与风险承担行为存在复杂的非线性关系,为落差状态下的风险承担行为提供了更加完整的解释。另外,本文还发现了业绩期望落差与风险承担行为的非线性关系存在拐点右偏现象,可能的原因是,尽管处于落差状态的现象时有发生,但触及生存参照点的情况相对较少。

最后,本文同时考虑了CEO权力和独立董事监督的调节作用,丰富了业绩期望落差对企业风险承担行为的边界机制研究。已有研究主要以资源禀赋、市场竞争、外部制度等作为调节变量^[8,11],而关于公司治理结构因素并没有得到足够重视。为此,本文引入了两个重要的治理特征——管理者权力配置和董事会结构配置。研究结果显示,拥有高权力的CEO往往具有较高的自我增强动机,过度自信左右着他们对于业绩不佳的归因,进而影响企业从事寻租活动的程度,这一结论与郭蓉和文巧甜(2017)^[41]研究管理层权力的观点不谋而合。本文结果揭示了隐含在高CEO权力背后的自我增强动机和过度自信,为后续进一步研究CEO权力对企业决策的作用机制提供了基础。

本文同时发现独立董事的监督强化了业绩期望落差对创新性行为的影响。一方面,在高独立董事监督的情况下,董事会对投资决策的审查和评估更具专业性,促进了企业创新活动的开展,这验证了独立董事的积极作用,与之前众多研究观点相一致^[38,47];另一方面,在企业面临失败危险时,独立董事为了避免自身形象和利益受损,反而会抑制企业创新,这是以往研究没有注意到的。本文结论在一定程度上揭示了独立董事监督的双刃剑作用,增进了对于独立董事制度有效性的认识和理解。

(三) 管理启示与展望

本文结论有如下启示:第一,不同的落差状态使得企业的创新投入和寻租支出有所差异。企业在临近期望参照点和生存参照点时会表现出较高的寻租倾向和较低的创新倾向,对于处于上述两种情形的企业,一方面要加强监管,避免它们的败德行为;另一方面,管理者应克服短视心理,系统思考业绩落差的真正原因。第二,被赋予高权力的 CEO 不仅会从事合规性的创新活动,还可能从事破坏性的寻租活动,这在期望参照点主导的业绩落差状态时表现得尤为明显。此时在内部权力分配方面,企业应当健全有效的权力制衡机制,防止一人独大的情况出现。第三,独立董事是企业增强董事会监督能力而引进的外部专家,能够减弱管理层的自利倾向,但也可能会制约企业的长远发展能力。为此企业应该根据经营状况,适时调整独立董事的结构和构成,使独立董事监督机制更好地服务于企业价值的创造。

本文还存在一些不足有待后续研究进一步完善:第一,Chen(2008)^[8]指出,期望差距可以分为历史期望和行业期望两个层面,本文仅探讨了历史期望落差对企业风险承担行为的影响,未来的研究可进一步分析行业期望以及历史期望与行业期望之间的不一致对企业风险承担行为的影响。第二,关于业绩期望落差,本文主要根据实际绩效与期望水平的差值进行分析,但该测量对于衡量临近生存参照点的落差有一定的局限性,未来的研究可以进一步完善对于生存参照点的判断。第三,由于寻租行为的隐性特征,本文主要采用代理变量衡量寻租支出,未来研究可以进一步完善寻租支出方面的测量。

参考文献:

- [1] CYERT R M, MARCH J G. A behavioral theory of the firm[M]. Englewood Cliffs, NJ: Prentice-Hall, 1963: 121-138.
- [2] REF O, SHAPIRA Z. 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.
- [3] 贺小刚, 邓浩, 吕斐斐, 等. 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]. 管理科学学报, 2017(5): 13-34.
- [4] GREVE H R. Organizational learning from performance feedback: a behavioral perspective on innovation and change[M]. Cambridge, UK: Cambridge University Press, 2003: 76-121.
- [5] KAHNEMAN D, TVERSKY A. Prospect theory: an analysis of decision under risk[J]. Econometrica, 1979, 47(2): 363-391.
- [6] 朱丽娜, 贺小刚, 贾植涵. “穷困”促进了企业的研发投入?——环境不确定性与产权保护力度的调节效应[J]. 经济管理, 2017(11): 67-84.
- [7] 宋铁波, 钟熙, 陈伟宏. 期望差距与企业国际化速度: 来自中国制造业的证据[J]. 中国工业经济, 2017(6): 175-192.
- [8] CHEN W R. Determinants of firms' backward-and forward-looking R&D search behavior[J]. Organization Science, 2008, 19(4): 609-622.
- [9] 王菁, 程博, 孙元欣. 期望绩效反馈效果对企业研发和慈善捐赠行为的影响[J]. 管理世界, 2014(8): 115-133.
- [10] RUDY B C, JOHNSON A F. Performance, aspirations, and market versus nonmarket investment[J]. Journal of Management, 2016, 42(4): 936-959.
- [11] XU D, ZHPU K Z, DU F. Deviant versus aspirational risk taking: the effects of performance feedback on bribery expenditure and R&D intensity[J]. Academy of Management Journal, 2019, 62(4): 1226-1251.
- [12] STAW B M, SANDELANDS L E, DUTTON J E. Threat rigidity effects in organizational behavior: a multilevel analysis[J]. Administrative Science Quarterly, 1981, 26(4): 501-524.
- [13] MARCH J G, SHAPIRA Z. Variable risk preferences and the focus of attention[J]. Psychological Review, 1992, 99(1): 172-183.
- [14] 陈骏, 徐捍军. 企业寻租如何影响盈余管理[J]. 中国工业经济, 2019(12): 171-188.
- [15] 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.
- [16] CAI H, FANG H, XU L C. Eat, drink, firms, government: an investigation of corruption from the entertainment and travel costs of Chinese firms[J]. Journal of Law and Economics, 2011, 54(1): 55-78.
- [17] 刘建国. 绩效衰退与企业创新行为——基于中国上市公司的实证分析[J]. 南开管理评论, 2017(4): 140-152.
- [18] AUDIA P G, GREVE H R. Less likely to fail: low performance, firm size, and factory expansion in the shipbuilding industry[J]. Management Science, 2006, 52(1): 83-94.
- [19] HARRIS J, BROMILEY P. Incentives to cheat: the influence of executive compensation and firm performance on financial misrepresentation[J]. Organization Science, 2007, 18(3): 350-367.

- [20]李四海,陈旋,宋献中. 穷则思“变”抑或穷则思“骗”? ——基于业绩下滑企业业绩改善行为研究[J]. 研究与发展管理,2018(1):22-33.
- [21]贺小刚,朱丽娜,杨婵,等. 经营困境下的企业变革:“穷则思变”假说检验[J]. 中国工业经济,2017(1):135-154.
- [22] MCKINLEY W, LATHAM S, BRAUN M. Organizational decline and innovation: turnarounds and downward spirals [J]. Academy of Management Review, 2014, 39(1): 88-110.
- [23]陈伟宏,蓝海林,钟熙,等. 经营期望落差与CEO变更——基于中国上市公司的数据分析[J]. 珞珈管理评论,2019(1):1-17.
- [24] GABA V, GREVE H R. Safe or profitable? The pursuit of conflicting goals [J]. Organization Science, 2019, 30(4): 647-667.
- [25] CHEN C J P, LI Z, SU X, et al. Rent-seeking incentives, corporate political connections, and the control structure of private firms: Chinese evidence [J]. Journal of Corporate Finance, 2011, 17(2): 229-243.
- [26] HANNAN M T, FREEMAN J. The population ecology of organizations [J]. American Journal of Sociology, 1977, 82(5): 929-964.
- [27]徐晨,孙元欣. 竞争压力下企业选择创新还是寻租? ——基于知识产权保护视角的解释[J]. 经济评论,2019(6):31-47.
- [28] CORREIA M M. Political connections, SEC enforcement and accounting quality [M]. Palo Alto: Stanford University, Pro Quest Dissertation Publishing, 2009: 6-14.
- [29] GREVE H R. Positional rigidity: low performance and resource acquisition in large and small firms [J]. Strategic Management Journal, 2011, 32(1): 103-114.
- [30] BIRHANU A G, GAMBARDELLA A, VALENTINI G. Bribery and investment: firm-level evidence from Africa and Latin America [J]. Strategic Management Journal, 2016, 37(9): 1865-1877.
- [31] HAMBRICK D C, MASON P A. Upper echelons: the organization as a reflection of its top managers [J]. Academy of Management Review, 1984, 9(2): 193-206.
- [32] AUDIA P G, BRION S. Reluctant to change: self-enhancing responses to diverging performance measures [J]. Organizational Behavior and Human Decision Processes, 2007, 102(2): 255-269.
- [33] JORDAN A H, AUDIA P G. Self-enhancement and learning from performance feedback [J]. Academy of Management Review, 2012, 37(2): 211-231.
- [34] LUCAS G J M, KNOBEN J, MEEUS M T H. Contradictory yet coherent? Inconsistency in performance feedback and R&D Investment change [J]. Journal of Management, 2018, 44(2): 658-681.
- [35] BLAGOEVA R R, MOM T J M, JANSEN J J P, et al. Problem-solving or self-enhancement? A power perspective on how CEOs affect R&D search in the face of inconsistent feedback [J]. Academy of Management Journal, 2020, 63(2): 332-355.
- [36]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]. 中国工业经济,2018(8):174-192.
- [37]伊闽南,陈国辉. CEO过度自信、公司治理与盈余预测质量[J]. 改革,2018(8):149-159.
- [38]梁权熙,曾海舰. 独立董事制度改革、独立董事的独立性与股价崩盘风险[J]. 管理世界,2016(3):144-159.
- [39]钟熙,宋铁波,陈伟宏,等. 董事会监督对企业研发投入的影响——基于监督复杂性的调节作用[J]. 研究与发展管理,2019(1):77-86.
- [40]唐雪松,申慧,杜军. 独立董事监督中的动机——基于独立意见的经验证据[J]. 管理世界,2010(9):138-149.
- [41]郭蓉,文巧甜. 成功、失败和灰色地带的抉择:业绩反馈与企业适应性战略变革[J]. 南开管理评论,2017(6):28-41.
- [42] DRISCOLL J C, KRAAY A C. Consistent covariance matrix estimation with spatially dependent panel data [J]. Review of Economics and Statistics, 1998, 80(4): 549-560.
- [43] LIND J T, MEHLUM H. With or without U? The appropriate test for a U-shaped relationship [J]. Oxford Bulletin of Economics and Statistics, 2010, 72(1): 109-118.
- [44]连燕玲,周兵,刘俊良. 合规还是违规? 期望落差下的冒险决策分析——基于中国上市公司的数据分析[J]. 管理学季刊,2016(Z1):47-72.
- [45] FRANK K A. Impact of a confounding variable on a regression coefficient [J]. Sociological Methods & Research, 2000, 29(2): 147-194.
- [46] FRANK K A, MAROULIS S J, DUONGM Q, et al. What would it take to change an inference? Using Rubin's causal model to interpret the robustness of causal inferences [J]. Educational Evaluation and Policy Analysis, 2013, 35(4): 437-460.
- [47]叶康涛,陆正飞,张志华. 独立董事能否抑制大股东的“掏空”? [J]. 经济研究,2007(4):101-111.

