

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

□贺小刚 邓浩 吴诗雨 梁鹏

摘要: 公司高管具有向上比较的动力,这促使一些公司在使命陈述中将追求“第一”作为其未来的经营目标。这种追赶导向的目标定位给公司带来制度化的赶超压力,将对公司的违规经营、寻租活动等败德行为产生显著的影响作用。本文将制度化的赶超压力纳入公司败德行为的决策模型,并基于2007~2012年中国上市公司的数据进行了实证研究。本文的研究结果表明,公司面临的制度化赶超压力越大则其违规经营、寻租投入等败德行为的动机就越强烈。另外,本文的研究还发现,公司所处的外部竞争性环境将在制度化赶超压力与公司败德行为之间起到显著的调节作用。比如行业竞争度越高则越促使那些面临赶超压力的公司从事败德性活动,资本市场上的证券分析师公布利差信息也更加提高了那些赶超导向的公司采取败德行为。本文将公司追求最优业绩或地位的赶超战略引入决策模型,这为更好地理解公司的冒险决策行为分析提供了新的视角,也进一步丰富了公司败德行为的研究成果。

关键词: 赶超战略 赶超压力 败德行为 行业竞争性 分析师评估

一、前言

公司在经营过程中可能会采取一些非正式的经济活动(Bureau and Fendt, 2011),比如非法的公司行为(比如通过兼并竞争者或偷窃竞争者的商业秘密而达到垄断地位、未告知消费者有关产品的潜在危害,等等)、公司犯罪行为(比如串通投标、环境犯罪,等等)、寻租行为(比如通过游说政府获得标书,等等)。这些行为潜在地提高了公司自身的收入或降低了公司的成本,是公司提高竞争力与组织适应性的方式之一(Mishina et al., 2010)。但从道德或伦理的观点来看,由于这些行为将费用转嫁给其他组织,或将其他企业组织陷入不公平的竞争环境下,这就违反了一个公司对其利益相关者应尽的责任与义务,违反了法律上或道德上可接受的社会标准,或违反了公司公平参与市场竞争的基本准则。所以不管这些行为是否有意识的,都是不允许的败德行为(Baucus, 1994),尤其是公司的违规经营,比如非法的公司行为与犯罪行为还对经济租金产生破坏性的影响(Desai and Acs, 2007)。我国自改革开放以来,有关公司的负面报道,如偷漏税、环境污染、克扣工资、贿赂、伪劣产品以次充好等消息从来就没有停止过;资本市场中的寻租、掏空式关联交易、利益侵占等破坏行为也屡见不鲜(涂国前、刘峰, 2010; 冯旭南、李心愉、陈工孟, 2011; 冯旭南, 2012),甚至出现严重的群体性败德行为,如食品行业的质量安全问题(李新春、陈斌, 2013)。

到底是什么因素诱致公司采取败德行为,这是一个仍旧在探讨的问题。外部制度环境决定论是最具有代表性的观点之一,它主要是认为法律与制度的不规范,比如制度运行成本高、法律频繁的变化、法律的解释模糊不清以及执行的无效率,是导致公司从事败德活动的根源。比如一些学者从法律与制度的完备性及其执行效率、金融市场的发达程度对公司的

^{*} 本文得到国家自然科学基金资助项目(71172140、71372037)、上海市社科规划基金资助项目(2011BGL007)、上海财经大学国家级项目后续研究资助项目(2012110294)的资助。本文作者特别感谢中山大学岭南学院连玉君教授为本文的统计处理所提供的悉心指导,感谢上海财经大学于雯、杜贞贞两位硕士研究生协助本文的数据搜集工作。文责自负。

败德行为进行了研究。Bowen和De Clercq(2008), Sobel(2008)的经验研究表明,制度与社会规范确实影响到人们倾向于采取生产性的还是破坏性的活动。国内一些学者也主要是从制度环境角度分析公司的活动配置,比如腐败行为的形成(庄子银, 2007;陈冬华、陈信元、万华林, 2005;陈信元、陈冬华、万华林, 2009;万华林、陈信元, 2010;吴一平, 2008)。

不过制度理论无法解释处于同一制度环境下的不同公司在败德性行为上往往存在比较显著的差异这一现象,这就意味着公司内生性的一些因素可能在起作用。压力理论在一定程度上回答了这一问题,该理论认为公司之所以从事一些败德性活动,关键在于它们的财务业绩恶化了、产出的竞争力下滑了、冗余资源不足了(Baucus, 1994)。很明显地,压力理论产生了很多有价值的发现,它成为解释公司为何会从事败德行为的另一个主要理论基础(Greve et al., 2010)。但早期这一理论主要适应于解释那些处于衰败甚至临近破产阶段的企业决策行为(Keay and Zhang, 2008),而难以解释一些业绩尚好甚至很优秀的企业也出现败德行为。比如安然事件、世通事件、泰科丑闻、安达信丑闻、葛兰素史克行贿事件等,这些公司在丑闻披露之前对于公众而言都是业绩不错的企业,为何也从事败德活动?早期一些学者可能忽略了一个比较普遍的现象是,如果基于社会心理学,那些绩优企业之所以感觉到压力并不是因为它们达不到平均的业绩水平,而可能是由于向上比较的结果(Labianca et al., 2009),即因为有了更高的目标追求而导致较高的赶超压力所致。

决策者的压力往往是来自其内心所感受到的现实与期望之间的差距(Lant, 1992)。如此,期望水平的确定将直接影响到决策者所可能感知到的压力程度。目前学术界对于期望水平的确定主要体现在以下几个方面:一是以均值作为参考点,这主要是基于与当前竞争对手相比较而确定的基本目标,是最常为使用的期望水平;二是以生存参考点作为决策依据,这是基于Staw等(1981)的威胁—刚性理论而提出的,认为决策者在历经实质性的或持续的损失时可能更加关注的问题是如何维持生存;三是以“最优业绩”作为期望值,这是基于社会

心理学家,如Festinger(1954)、Wood(1989)等向上比较理论而推演出来的一个期望水平。我们目前还无法知道这三种期望水平的确定方式中哪一种将导致决策者面临更大的压力,但现实与期望的差距确实影响到决策者的冒险行为(March and Simon, 1958; Kahneman and Tversky, 1979)。不过前期的学者大多将这种冒险行为局限于创新等积极变革活动(Chen and Miller, 2007; Chrisman and Patel, 2012),而很少分析公司可能冒险地从事败德活动。通过对期望水平形成的模型化,我们或许能够在组织的经营压力与败德行为之间找到某种规律。

社会心理学的向上比较原理在决策者个体层面的研究中很普遍,但在组织层面还较少涉及,目前有个别学者如Labianca等(2009)、Moliterno和Beckman(2009)等开始做了初步的探索性研究;Mishina等(2010)基于行为经济学,从压力或困境、损失规避、赌场盈利效应、管理者高傲自大等4个方面阐述了绩优企业为何出现会计信息操纵的行为。理解组织如何奋争地赶超那些具有更好业绩的组织,这是很有意义的,但要在企业组织层面解决这个问题则比较困难,因为企业的决策参考点只有高管才知道(Labianca et al., 2009)。那么哪些企业最有可能成为真正的决策参照对象?为了提高参照点的精确度及业绩反馈的现实性,学者有必要对参考集团进行明确的界定。比如Mishina等(2010)笼统地以行业均值这样的期望水平作为判断企业是否优秀的依据;Labianca等(2009)以竞争性的商学院、Moliterno和Beckman(2009)以参加锦标赛的团队作为竞争性团队,这种方法在一定程度上解决了参照点的选择所可能导致的问题。但即使如此,向上比较的参照对象仍旧是模糊的。本文认为解决此问题的一个途径是核对每个公司的使命陈述中是否明确地表达了其决策参考对象,因为在向上比较的驱动下,公司经常会通过公开的方式宣布自己超过竞争对手、追求“第一”的使命。并且更重要的是,本文认为,只有这种清晰的已在使命中制度化了的赶超战略所导致的压力才可能是促使公司采取败德行为的关键性因素之一。

本文的研究贡献主要体现在:第一,本文基于社会心理学的研究成果,将追求最好业绩或地位的

赶超战略引入决策模型,这为更好地理解企业行为理论中关于有限理性的决策者如何冒险地做决策以解决经营问题奠定了基础。第二,本文揭示了追赶战略的本质与普遍性,并且与其他学者简单地假定公司实际业绩与最优业绩的差距是公司采取冒险性行为的动力源(Labianca et al., 2009)不同,本文关心的是那些已经在公司使命中将“第一”作为制度化了的追赶战略的现象及其对冒险决策的影响。第三,不同于其他大多学者关注期望差距与创新等变革行为的关系,本文从赶超的制度化压力角度分析公司败德行为,这在一定程度上丰富了前期企业行为理论的研究成果,为更深入地理解公司为何从事败德行为提供了新的视角。

下文的结构如下:先对文献进行回顾并进行理论分析,在此基础上提出相关假设,之后介绍研究设计过程并基于上市公司的数据进行统计检验,最后就结果进行讨论与总结。

二、相关文献与理论假设

(一)赶超战略的形成与普遍性

企业从经验中进行学习并不断演化,学习的一个主要途径是不断地进行比较(Greve, 1998)。进行比较的参考点主要是决策者的心理期望水平,即决策者心理上的中性参考点或者决策者所认可的最低满意程度(Schneider, 1992)。这是有限理性的决策者通过将连续业绩测量转化为成功或失败的离散测量而极力去简化决策评价的结果(March, 1988)。决策行为理论的经典观点,比如 Simon (1976)的决策满意解概念及 Kahneman 和 Tversky (1979)对损失与收益的区分都提出了一个单一的参考点,他们将决策背景分为两个部分——满意与不满意或者收益与损失。在组织决策行为的经验研究中,早期学者们在解释 Bowman (1980)的风险—收益模型时几乎都假设只有一个单一的固定的参考点,即产业中位数。但单一决策参照点无法解释很多的经济现象,比如 Staw 等(1981)发现困境下的企业更加倾向于谨慎与保守,而不是冒险。在此背景下一些学者指出,历经实质性的或持续损失的企业会利用第二个参考点——生存参考点(March, 1988; March and Shapira, 1987; March and Shapira, 1992),尤其是当企业面临破产时或许更关注生存

的问题。另外,与那种侧重于向下比较不同,也有些学者认为企业组织可能存在一种向上比较的动力,因为向下比较无法准确地解释为何一些低竞争性期望差距的组织仍旧在追求更多的激进变革(Labianca et al., 2009)。

关于决策者是否存在向上比较的动力,社会心理学的研究成果为我们提供了很好的理论基础。一些社会心理学家,如 Festinger (1954)、Wood (1989)等的经验研究发现,决策者倾向于在一个参考集团中向上进行比较,倾向于将所感知到的能够比得上的其他竞争者作为参考对象并极力想比他们做得更好,甚至做到其参考集团中的最佳业绩水平。向上比较的原理得到了一些学者的经验支持,比如 Heath、Huddart 和 Lang (1999)的经验研究发现,驱动个体行为的最有影响力的参考水平是最大值而不是中位值。向上比较往往降低了决策者的自尊感(Tesser, Millar, Moore, 1988),但为何决策者在相似的群体中仍旧具有一种向上比较的动力? Festinger (1954)认为这主要是源于个体是受到自我评价的渴望而驱动、受到构建自身的正确观点及准确地想知道自己能够做什么而驱动的。这些理想的自我概念——现在的我们未来想成为什么样的人(Markus and Nurius, 1986),能够帮助个体设立挑战的目标,激发决策者的希望与改进的动力,促使他们尽可能地接近其理想人物、实现自我提高(Lin and Tsai, 2006; Ruvulo and Markus, 1992)。所以有学者指出,这种奋争性的向上比较才是决定个体采取变革活动的重要因素(Collis, 1995),既然它提升了决策个体对其自身的评价,使决策者倾向于相信自己是优等的或精英的一部分。当然,通过与绩优的社会参与者相比较还可以获得如何克服困难等方面的经验与信息,这为成功地解决问题提供了基础。

就个体决策者而言,社会比较的观点得到了非常丰富的经验支持,但在企业行为理论中这一观点还没有被理论化。目前为止,有关“向上比较”的假设是否适合企业组织的管理者,这仍旧是一个值得关注的问题,因为组织的环境特征会制约管理者的决策行为(Lant, 1992; Mezias et al., 2002; Massini et al., 2005),但鉴于以下几个方面原因,本文认为此假设也同样可以运用于公司的管理者:第一,管

理者用以评价未来业绩的期望水平或目标与企业的业绩正相关(Levinthal and March, 1981),这导致管理者的期望水平比当前的业绩水平更高(Lant, 1992)。如此,产业内的企业期望水平就会高于产业的平均业绩。Bromiley(1991)的研究就支持这种乐观的偏差,即低于产业均值的企业期望达到平均水平,而那些高于均值的企业则以它们当前的业绩加上成长因素作为成功的标准。第二,“棘轮效应”提高了管理者在确定收益—损失时的决策参考点。即如果管理者调整业绩目标到当前业绩(March, 1988),并且如果管理者想获得积极的反馈而不是负面的反馈(Kameda and Davis, 1990; Larson, 1989),那么相比于在失败之后降低期望水平,他们在成功之后就更加会倾向于提高期望水平。况且来自股东、董事会的外部压力也阻止了管理者在面临糟糕业绩时降低公司的业绩目标(Jensen and Meckling, 1976; Pfeffer and Salancik, 1978)。这些棘轮效应意味着业绩目标的上升程度比其下降程度更大,最终导致了参考点高于产业中位值。第三,参考点的选择还受到信息收集的影响。盯住竞争团队中最优的业绩水平,这对于有限理性的决策者而言是一个简单的启发模式(Moliterno and Beckman, 2009)。公司的信息管理员几乎每天都能够发现有关最优业绩的各种信息,这种信息比较容易测量且相对不会出现偏差,所以竞争性团队中最优秀的竞争者很容易确定(Ketchen and Palmer, 1999)。

另外值得注意的是,有关组织行为的研究,无论是Ansoff(1979)的战略管理观点、产业与组织经济学(Porter, 1980)、资源理论(Barney, 1991)、战略参考点理论(Fiegenbaum et al., 1996),还是战略选择理论中的战略意图观(Labianca and Fairbank, 2005),它们实际上都不是简单地关心公司的生存问题,而是关注未来的发展问题与竞争优势的维持问题,强调“今天的战略选择在很大程度上受到未来——企业想成为的某个状态的影响”(Fiegenbaum et al., 1996)。尤其是竞争优势——超过竞争对手的企业层面的产出,这与企业行为理论中的社会比较参考点紧密相关,即企业总是可以找到一个与其相比较的有意义的参考对象(Greve, 2003c)。毫无疑问地,向上比较对象的确定就是那些能够产生竞争优势的企业组织。比如Labianca等(2009)

指出,组织经常选择一些新的标杆企业以维持不断进步的动力,尤其是在高业绩组织与创新型的组织中更是如此。一些经验研究发现,组织层面的向上比较现象也得到了数据的支持。比如Mezias、Chen和Murphy(2002)发现,企业确实存在向上比较的持续性,即在其他条件不变的情况下期望水平会以10%的幅度增加;Wiseman和Bromiley(1996)及Lehner(2000)认为,高于产业均值的企业会设定一个高于其自身的历史业绩的期望水平;Gooding、Goel和Wiseman(1996)则发现,企业决策的参考点会高于同一产业的中位数值,且该高出的程度在不同的产业与不同的时间会发生变化;近来,Moliterno和Beckman(2009)基于社会心理学的向上比较的思想指出,企业会在其竞争性集团中选择最高业绩作为社会期望水平,即力求在竞争性集团中做到最好。

在同类企业中追求最佳业绩的社会比较现象随处可见。很多的排行榜,比如财富500强、福布斯500强、成长最快的100家企业等使得企业高管几乎都生活在一个排名导向的世界里,以至于许多公司将做到最好作为使命(Moliterno and Beckman, 2009)。据财富500强2007年公司年报中所揭露出来的使命陈述,有3/4明确地表达出其决策参考点是追求或(和)实现同类企业中的最优地位。虽然这些使命陈述是一种公共的或营销的策略,但这些使命的大量使用也意味着同类企业中最优业绩与投资者及其他利益相关者的利益诉求是相一致的。并且有些经验研究发现,追赶战略为公司的成长产生了积极的影响。比如Kim和Tsai(2012)的研究发现,当企业与更加有声誉的目标企业进行比较时,即使消费者并没有感知到这个企业可以比得上那些有更好声誉的企业,但它的销售收入却比目标企业的增长速度快得多。这在高技术产业尤为明显,赶超战略培育了很多的技术明星,如IBM、微软、惠普等(Bhide, 2000)。

公司的赶超战略也受到文化与制度或体制的影响。国家之间的竞争,比如“落后就要挨打”的道理导致我国在20世纪50、60年代的顶层设计中将赶超作为一种主导性战略,这种背景下企业组织也自然将赶超作为一种指导性思想;我国改革开放后区域之间的竞争导致不少地方政府将“赶超”视为一种重要战略指导思想,政府的推动导致了一些企

业争先恐后地要做市场上的“老大”。本文初步地以中国上市公司为分析对象,针对那些在使命陈述里面强调了“追赶战略”的企业进行文本资料分类、编码,最终确定了这些企业的目标定位,结果如表1所示。结果显示:(1)大部分公司将追赶战略定位于内涵式发展,强调的是公司品质与发展能力,累计达到1297次,尤其是产品的品质、品牌、服务与质量分别达到了679次、336次、168次与82次。(2)部分公司的追赶战略注重总体实力定位,强调的是公司的综合实力、竞争力和整体排名,累计达到684次,尤其是综合实力到达了536次,竞争力和影响力分别达到了70次和60次,排名次第则有18次。(3)部分公司将追赶战略定位于财务绩效,强调的是公司收益和业绩,累计达到185次,其中强调效益的有137次。(4)仅少部分公司还将赶超战略定于为外延发展目标,强调产量、市场地位和销售额,分别达到24次、17次、12次。

表1 追赶战略的目标定位分类统计

	2007	2008	2009	2010	2011	2012	合计
(1)内涵发展目标定位							
产品品质	114	114	112	113	113	113	679
质量	13	13	14	14	14	14	82
品牌	56	57	56	56	56	55	336
服务	28	28	28	28	28	28	168
技术	4	4	4	4	4	4	24
创新能力	1	1	0	0	0	0	2
发展能力	1	1	1	1	1	1	6
小计	217	218	215	216	216	215	1297
(2)外延发展目标定位							
产量	4	4	4	4	4	4	24
规模	1	1	1	1	0	0	4
销售额	2	2	2	2	2	2	12
市场地位	3	3	3	3	3	2	17
业务	2	2	2	1	1	1	9
小计	12	12	12	11	10	9	66
(3)财务绩效定位							
业绩	4	4	4	4	4	4	24
效益	23	23	23	23	23	22	137
股东收益/权益	2	2	2	2	2	2	12
盈利	1	1	1	1	1	1	6
市场价值	1	1	1	1	1	1	6
小计	31	31	31	31	31	30	185
(4)总体实力定位							
竞争力	11	11	12	12	12	12	70
综合实力	90	90	89	90	89	88	536
影响力	10	10	10	10	10	10	60
排名次第	3	3	3	3	3	3	18
小计	114	114	114	115	114	113	684
合计	374	375	372	373	371	367	2232

(二)假设提出

1. 赶超压力与败德行为

赶超战略确定了一个明确的目标,当现实与目标出现很大差距时将激起激进的变革,这已得到不少学者的经验支持(Labianca and Fairbank, 2005; Labianca et al., 2009),但这种赶超也断送了一些优秀企业的命运,比如世通(WorldCom)要做华尔街第一的梦想却由于2003年的会计操纵事件而断送了它的命运。压力理论认为,在参与者不能够通过合法的方式实现其目标时就会诉求于一些败德行为。Merton(1968)曾以压力理论解释了为何低社会群体更加倾向于从事非法活动,后来更多的证据则表明目标与实际值之间的差距所导致的败德行为体现在社会的所有层面(Agnew, Piquero and Cullen, 2009)。比如就组织层面而言,Zhang等(2008)发现,公司在CEO股权处于无法兑现状态下会更倾向于进行盈余操纵,因为CEO的实际的与潜在的盈余之间存在一个差距。

压力之所以导致公司采取败德行为而不是创新等冒险行为,或者最起码短期内首先采取的是那些败德性活动,这是因为这些败德行为有时候更有优势。首先,虽然公司可以通过选择探索性研发、创新以应对业绩的下降,但这种方法的成本高昂且有风险,对于实现财务业绩的改进仅有很小的保障作用(March, 1991)。败德行为相对于创新等变革活动所需要的投入更少,较小的投资就可以起到显著的杠杆作用。其次,败德行为相对于创新等变革行为可以更快地被公司所采纳,这是由于创新等活动往往依赖于固有的惯例与已成型的流程、预算和计划,但采取败德活动则可以不受这些政策的限制。再次,创新等变革活动多为进攻性的,集中于研发与成长(Moran and Ghoshal, 1999),寻租等败德行为则多为防御性的(Oliver and Holzinger, 2008),这两种方式都为企业实现战略目标起到独特的作用,但决策者往往更倾向于先选择这种防御性战略(Baumgartner et al., 2009)。比如Rudy和Johnson(2013)对期望落差压力下的企业从事创新活动还是寻租活动进行了比较分析,结果发现公司首先采取的是寻租行为,之后才可能考虑这种进攻性的冒险活动,比如创新活动。最后,寻租等败德性活动与创新等活动并非完全独立的,为了实现持续的竞争优势,诸如寻租等败德性活动为创新等变革性活动提供了很重要的支持性作用(Rudy and Johnson, 2013);通过寻租等败德活动可以快速且低成本地解决业绩问题,尤其是对于那些有政治关联的企业更是如此(Bertrand, Bombardini and Trebbi, 2011)。

并且,本文认为现实与赶超目标之间的落差所导致的赶超压力不同于经营困境所导致的竞争压力,这种赶超压力感相对而言可能更为强烈,这是因为:第一,组织行为受制于制度

化的期望目标(Suchman, 1995),这些期望目标体现在组织的环境或场域中,更具体的说是体现在外部利益相关者的假定与想象中(Zucker, 1987)。与制度化期望相一致的行为表现将有助于提高组织的合法性,而一旦偏离此制度化的期望则可能遭致各利益相关者的质疑与否定。公司使命展现了一个组织的文化之所以不同的制度与惯例,如果与这种制度化使命相偏离则其合法性将受到威胁。所以对于那些在使命陈述中选择了赶超战略的公司而言,如果被发现其远离了该使命的期望目标,这就会遭致内外部利益相关者的质疑(Labianca and Fairbank, 2005; Martins, 2005)。第二,赶超压力之所以很大,这还可能是由于这些公司为了成为同类中的最优者,其标杆及最佳实践水准将不断得到提高,而经营业绩却无法以等同于甚至高于期望差距上升的速度而无限地提高,所以现实中赶超的目标很难实现,以至于这种压力持续的存在并不断地累计。而一旦公司对外公告了追求第一的战略使命,如何兑现承诺就变得非常重要,这就导致那些赶超导向的公司时刻处于一种高度压力状态下。第三,采取追赶战略的企业往往是那些绩优企业、创新型企业、精英或明星企业,它们更在乎的是其社会地位与身份(Moliterno and Beckman, 2009)。当目标没有实现时它们会感觉到社会地位或身份在下降(Wilmot and Hocker, 2001),这也就给公司高管带来很大的压力。公司要维持并不断提高其社会地位、逐步兑现不断上升的高业绩承诺,这种高压状态就很容易导致公司采取一些败德性活动。比如Vaughan(1999)的研究就发现,对市场权力的追逐经常导致公司采取败德行为。这或许也可以解释为何一些研究发现高成长的企业相对于那些不太成功的对手而言更加倾向于采取败德行为(Clinard and Yeager, 1980),以及那些中等好的企业比那些糟糕业绩的企业更有可能涉及到败德行为(MacLean, 2008)。

基于上述分析,本文提出以下假设。

假设1:公司面临的赶超压力越大则其在败德性活动方面的投入与动机也就越高。

2. 外部竞争性威胁的调节效应

赶超压力源于公司的现实与理想目标的差距,是企业高管由于其自身的奋争动力而产生的内在

的压力感,这种压力是影响到决策行为选择的重要因素。不过公司在运作过程中还将受到竞争环境的影响,企业所处的环境对其生存及业绩的提高起到了至关重要的影响作用,但竞争环境的恶化,比如产业内的过度竞争、环境资源的稀缺等都有可能导致企业陷入高压的威胁状态中(Baucus, 1994),这势必会影响到企业高管在赶超压力状态下的决策行为。基于此,本文认为在理论分析这种赶超压力与公司败德行为之间的关系时,还有必要分析其间来自外部竞争环境的调节效应。考虑到这种外部竞争环境主要地体现在产品市场与资本市场,本文将重点分析行业竞争状况与证券分析师评估结果的调节效应。

(1)产业竞争状况的影响。赶超战略能否成功关键取决于企业组织的综合能力、所拥有的资源禀赋状况。当竞争环境不断恶化,市场竞争压力日渐增大以至于维持赶超战略所需的资源出现不足时,企业在这种制度化赶超使命约束下放弃创新等生产性活动的动机将增强,并可能转而投资于短期的投机行为(Baucus, 1994)。比如,如果产业内的企业数量迅速增加,公司为了有限的市场与资源的竞争压力就会增大,这就会导致公司倾向于采取败德行为(Kriesberg, 1976)。Porter(1980)的研究也发现,那些成长速度很快、竞争者大量涌入的产业中往往会出现更多非法活动。我国也有学者就此问题进行了分析,比如李新春、陈斌(2013)基于中国诸多行业出现的群体性败德行为进行分析,结果发现,产品质量违法造假等问题经常出现在平均利润率普遍较为低下或竞争非常激烈的行业中;并且,如果在行业的价值链上存在众多的分包或分销链条以至于每一个生产或服务环节的利润被摊薄,进而导致处在这一行业链条上的大量企业处在生存危机之中,这就会导致企业群体性地采取最简单的牟利方式之一——用劣质的原料或造假来降低成本,即使那些大规模企业也同样具有这种获取不法之财的强烈动机。另外,企业在竞争威胁背景下所服务的市场需求往往出现下降的趋势。市场需求的下降导致危机具有长期效应,需要长期的解决方案,比如改变战略或环境,但这需要足够的能力与精力做好长期的战略计划。竞争的威胁还将导致企业未来盈利的可能性趋于降低,比如在高度竞争

的行业结构中发现空白市场是很困难的,而进入已经占据的市场则存在很高的事后竞争压力。所以产业内的过度竞争将给公司带来更大的压力并提高其对未来潜在损失的决策权重。依据前景理论的基本原则,即决策者一般会通过风险规避的方式来保护确定的收益并通过一种风险偏好的方式来规避确定的损失,我们可以认为行业竞争的增加所引发的潜在损失感将导致更多的公司从事败德行为以缓解未来所可能出现的经营问题。基于此,本文提出以下假设。

假设2:行业竞争对赶超压力与败德行为之间的关系起到显著的正向调节作用,即相对于行业竞争程度低的企业,那些处于高度行业竞争中的企业将在同等的赶超压力下采取更大程度的败德行为。

(2) 证券分析师评估的影响。受信息搜集成本与专业判断的限制,大多数利益相关者,尤其是现有的投资者及潜在投资者的评价将受到专业的证券分析师的影响。一旦分析师低估了一家公司的未来成长潜力,这在资本市场上就会释放出一个这样的信号:企业内部管理或治理无效、战略规划出了问题、所处行业面临困境,等等。这些信息对于企业在资本市场上获取资源、持续得到利益相关者的支持是非常不利的,尤其是这种负面的信息在资本市场上还将会被不成比例地夸大,并且几乎任何有关企业不能达到预期的信号都会导致企业股价的下跌(Beneish, 1999)。比如 Google 公司在 2005 年第四季度由于未达到预期业绩导致股价下跌了 12.4%,即使它的业绩已经很好了;类似地,Amazon.com 在宣布其 2007 年第三季的盈利水平后股价下跌了 16%,虽然该业绩已经超过了高管的盈利预期,但市场期望的是更高的业绩。Skinner 和 Sloan (2002)的经验研究也发现,对于突然的负面盈利信息的公布,资本市场就倾向于显示出不对称的更大的负面反应。所以证券分析师的低估很有可能给公司带来高成本的负面的未来反应,这对于采取赶超战略的企业而言是一个巨大的打击和压力,因为利益相关者对于这些有明确追求目标的公司一般都有比较乐观的评价。资本市场上的不利环境增加了潜在损失的可能性,依据前景理论的基本原则,即相对于处于潜在的获益状态,处于潜在的损失背景下更有可能从事高度的冒险性活动,我们可

以认为在证券分析师低估所导致的潜在损失背景下公司更有动机进行冒险性活动(Kahneman and Tversky, 1979)。不过公司通过采取冒险创新的方式进而改进证券分析师的低估判断的可能性很低,因为这种策略存在太长的经营周期且存在高度的不确定性。相对更加可行的方法是通过采取诸如投机、会计操纵等隐藏的败德行为以确保利益相关者不至于太失望。基于此,本文提出以下假设。

假设3:证券分析师的低估对赶超压力与败德行为起到显著的正向调节作用,即相对于分析师高估业绩,那些被分析师低估的公司将在同等的赶超压力下采取更严重的败德行为。

三、数据来源与样本特征

(一)数据来源

考虑到我国 2007 年开始实施新会计准则,为了使数据具有一致性,本文参照其他学者的方法以 2007 年作为数据搜集的初始点(张祥建、徐晋、徐龙炳, 2015),建立了一个包含 2007~2012 年沪深主板市场的公司的数据库。这些数据包括企业财务指标、企业寿命、企业规模、企业所处行业、企业所处地区、企业败德行为以及证券分析师对公司的评估等信息。这些数据主要来自于国内三大权威成型数据库——CSMAR 数据库、CCER 数据库和 WIND 数据库。此外,本文还通过上市公司年报和公司主页,以及新浪财经网、巨潮咨询网和中国上市公司咨询网等专业网站对数据进行了核实,确保了样本选择的合理性及数据的质量。至于各公司的使命陈述,本文采取了多种搜集方法,主要包括:(1)利用百度等搜索引擎,通过输入“公司名称、使命、战略、年份”等关键字段,找到公司在本文的研究样本期间每一年的使命描述,并编码至统计软件;(2)通过阅读公司每年的年度财务报告,查找与公司使命相关的字段,并编码至统计软件;(3)通过进入公司主页,查找公司的发展历程、重大历史事件,进一步核实公司的使命陈述。

在删除严重缺失数据的样本后,本文最终获取了 2007~2012 年区间内共计 11658 个观测值。按照中国证监会 SIC 三位代码对行业进行分类,这些样本涉及制造业、建筑业、批发零售业、房地产业、服务业以及其他综合类等行业,但主要集中于制造业

(占比例58.91%)。就区域分布而言,本文的样本涉及全国各省份,但大部分样本主要集中在东南地区(占总样本量的42.48%),其次是西南地区(占总样本量的17.75%)和中部(占总样本量的14.30%)。

(二)变量测量

1. 败德行为

有些研究者使用单个败德行为的指标,也有学者使用多指标测量方法,比如Baucus和Near(1991)经验地检验了反托拉斯行为、产品责任,以及其他有意识非法活动等。这种多指标方法将更有助于理解整体性的败德行为,所以本文拟采取这种多指标测量方法。这些指标包括破坏租金创造的非法性经营以及寻租等非生产性活动。(1)非法经营(illegal)。非法经营存在很多不同的表现形式,学者对其理解也存在差异,我国上市公司所有揭露出来的信息主要涉及以下行为或活动:信息操纵行为,比如虚构利润、虚列资产、虚假记载、误导性陈述、延迟披露、重大遗漏、披露不实、一般会计处理不当;违规交易行为,比如违规担保、违规借贷、违规投资、违规理财、挪用资金及资金黑洞、账外资产、非法集资、违规买卖股票、操纵股价、信用证欺诈、合同欺诈、贷款欺诈、欺诈上市、出资违规、擅自改变资产用途、关联交易、内幕交易、破坏环境等。公司高管在经营过程中还会出现一些职务犯罪行为,比如职务侵占、玩忽职守、滥用职权、巨额财产来源不明、受贿、贪污、走私普通货物罪、占用公司财产。但由于这些职务犯罪是管理者为了其自身的利益而采取的行为,不属于本文的研究范畴。本文仅将信息操纵和违规交易作为研究对象,即只要出现了上述行为则赋值为1,没有出现则赋值为0。(2)寻租投入(SuManag)。考虑到寻租活动的投入等数据相对难以搜集,而超额管理费主要用于政治关系的建立,是获得政治资源的主要投资(杜兴强、陈韪慧、杜颖洁,2010),它能够很好地反映公司寻租投入程度(张祥建、徐晋、徐龙炳,2015),基于此,本文借鉴杜兴强、陈韪慧和杜颖洁(2010),张祥建、徐晋和徐龙炳(2015)的超额管理费的计算方法并以其作为寻租投入的替代性指标。超额管理费的计算原理是:首先通过对影响管理费用的诸多因素进行分析,计算出每个企业的期望管理费用;其次是通过计算实际的管理费用与期望管理费用的差

距,即得到“超额管理费”。其中确定影响管理费用支出的因素是比较重要的环节,但到底有哪些影响因素还存在不同观点。本文综合了杜兴强等(2010)、张祥建等(2015)的观点,认为影响到管理费的期望水平主要有以下因素:企业规模、资产负债率、主营业务收入增长率、毛利率、审计师是否来自四大、上市至研究年度的时间间隔、董事会规模、在职雇员数、物价指数、股权集中度(前5大股东的赫斯菲尔德指数)、资本密度、市场化水平。本文建立了以下式(1)以估计期望管理费用(\overline{AE}):

$$\begin{aligned}\overline{AE} = & \gamma_0 + \gamma_1 LNSALE + \gamma_2 LEV + \gamma_3 GROWTH \\ & + \gamma_4 MAGNUM + \gamma_5 STAFF + \gamma_6 AUDITOR \\ & + \gamma_7 LISTAGE + \gamma_8 PRCLEVEL + \gamma_9 HI \\ & + \gamma_{10} MARGIN + \gamma_{11} CI + \gamma_{12} MARKET \\ & + \eta IND + \lambda YEAR + \delta\end{aligned}\quad (1)$$

其中, $LNSALE$ 代表规模,等于企业上一期销售规模的自然对数; LEV 代表资产负债率; $GROWTH$ 代表增长率,用“销售率=(当年销售收入-上年销售收入)/上年销售收入”来衡量; $AUDITOR$ 代表审计师,若上市公司的审计师为四大会计师事务所则取1,否则取0; $LISTAGE$ 代表上市至研究年度的时间间隔; $MAGNUM$ 代表董事会规模,用董事会的董事人数来衡量; $STAFF$ 代表在职雇员数; $PRCLEVEL$ 用来衡量物价指数,以在职员工平均工资水平(单位:万元)作为替代; HI 代表股权集中度,即上市公司前5大股东的赫斯菲尔德指数; $MARGIN$ 代表毛利率,体现公司盈利能力; CI 代表资本密集度,即固定资产除以总资产; $MARKET$ 代表市场化水平,等于民营企业总产值除以企业所在省份的GDP。根据2007~2012年的数据回归上述模型,估算出方程的各个系数,再把观测值的各项指标代入上述模型,计算出期望管理费用,然后用实际管理费用(AE)减去期望管理费用 \overline{AE} ,计算出超额管理费用(EAE)。最后根据董事会的总人数,计算得到人均高管超额管理费。

2. 赶超压力(Pressure)

本文采取以下几个步骤衡量赶超压力:(1)确定追赶战略。企业在追赶过程中会有不同的使命陈述,比如规模、品牌、技术、市场地位等非财务指标,也有些企业直接以利润等财务指标作为战略追求目标;另外,公布出来的文本化的使命与愿景已经成为公司运作的制度,这些文字表述中可以区分出企业所

定位的名次(第一、前列、前多少名,等等)、企业具体努力方向(市场份额、利润、市场价值、企业规模、竞争力,等等)和目标的范围(全国、世界、行业,等等)。只要在公司使命陈述中体现了上述这种追赶战略行为的就设计为1,否则为0。但值得注意的是,本文只将那些明确地通过量化的方式(比如第一、前列等)描述使命、愿景或目标的行为才界定为“追赶”,而那些只是笼统地陈述其使命或目标,比如提出要“在国际上实现高增长目标”等情况,本文则没有将其作为追赶处理。这主要是考虑到笼统的目标定位往往无法对高管产生足够动力,只有那些明确的、具有挑战性的目标才导致了更强的追赶动力。(2)确定每个企业的竞争性团队。竞争性团队的确定是一个非常困难的过程,因为每个企业可能都有其自身的赶超对象,而企业真实的竞争对手难以获知。在这种情况下,利用公司报告中内容分析法去鉴别企业如何使用参考点是相对比较科学的方法。我们对每个公司进行了定性分析,发现绝大多数企业在其使命陈述中强调的是“行业第一”、“行业前列”之类,或者在区域(比如全国、全球)做到第一或前列。为了计算的方便,本文采取其他学者常用的方法,将细化的同行业的样本作为参考对象。(3)确定竞争性团队中的最优业绩,由于每个采取追赶战略的企业对于“最优”的理解还存在差异,为方便计算,本文将同行业在某一年份的最优业绩表现作为社会参照依据。至于行业的范围,本文借鉴 Moliterno 和 Beckman (2009)的方法,依据 SIC 的 3 位行业分类来界定;至于业绩指标的选择,由于很多采取赶超战略的公司倾向于以销售收入增长率(ROS)作为参照依据,所以本文以其为依据找到同一行业中相应年份的最高值,以此为参照点,将同行业每个企业对应年份的业绩减去这个参照点就得到业绩差距,再以此差距与追求“第一”的赶超战略的交互项作为赶超压力测量指标。这实际上是一个截尾的虚拟变量,负值越高则意味着这种制度化的赶超压力越大。

3. 调节变量

本文涉及两个调节变量:(1)行业竞争性(HHI)。赫芬因德指数(HHI)是衡量竞争性程度的常用指标(Haushalter et al., 2007),具体计算公式为: $HHI_j = \sum (X_{ij} / \sum X_j)^2$,其中, X_{ij} 为行业j中公司i的主营业务收入, $\sum X_j$ 为行业j中全部企业的主营业务收入。

HHI 指数越小则意味着相同规模的企业就越多,竞争程度也就越大。为便于理解,本文对此数值进行了转换,即用 $HHI = 1 - HHI_j$ 来表示行业竞争性,HHI 指数越大则行业竞争性越强,受到的竞争威胁程度越高。每个企业的主营业务收入数据均来自年报,而每个行业的主营业务收入数据来源于《中国统计年鉴》以及《中国工业经济统计年鉴》(2007~2012年)。(2)证券分析师评估差距(AnalystG)。本文采用证券分析师预测的每股收益与企业之实际的每股收益之差除以分析师预测的每股收益进行衡量(Gentry and Shen, 2013),差距越大则意味着公司在资本市场上所感知到的竞争威胁也就越大。

4. 控制变量

企业是否采取腐败行为是目标导向的,将受到制度环境、技术机会、竞争状态、需求成长、行业文化、组织特征以及决策者的个体特征等多种因素的制约(Baucus, 1994)。根据以往研究文献,本文在也就模型中控制了以下因素:(1)组织属性,包括:企业规模(Size),本文将组织规模定义为公司期末总资产的自然对数;企业寿命(Life),定义为公司成立时间的自然对数;企业创新能力(R&D),本文以研发收入比例,即研发支出与营业收入之比来衡量。(2)公司治理机制,包括:独立董事比例(Ind),独立董事人数占董事会人数的比例;股权集中度(ShareC),利用赫芬达尔指数计算前十大股东的所有权集中度;股东制衡(ShareM),以公司第一大股东与第二大股东持股比例的比值衡量,该值越大意味着第一大股东与第二大股东的力量差异越大,第一大股东的优势越明显。(3)财务状况,包括:资产负债率(AssetL),定义为总负债与总资产之比;销售期间费用率(SaleF),定义为期间费用与销售收入净额之比;杠杆比例(Lev),定义为长期负债与资产总额之比;流动比率(Current),定义为流动资产与流动负债之比。(4)经营处境,包括:历史期望差距(RoaH),定义为企业实际经营业绩与历史业绩水平之差;与行业均值的业绩差距(RoaS),定义为企业实际经营业绩与行业均值的差值。(5)高管特征,包括:高管年龄(Age),以企业高管的平均年龄衡量;高管受教育水平(Edu),以企业高管受教育年限衡量。其中小学毕业教育年限设为6年,初中毕业设为9年,高中、中专毕业设为12年,大专毕业设为15年,大学毕业

设为16年,硕士研究生毕业设为19年,博士研究生毕业设为22年(赖明勇等,2005);高管任期(*Tenu*),以企业高管平均任职期限衡量。(6)制度环境(*Institution*),学者一般是用樊纲指数或世界银行的调研数据衡量制度环境的差异性,但这些调研并没有持续到2012年,同时考虑到这些数据是按照不同的区域划分的,所以本文基于不同的区域进行分类处理,具体包括:东南、环渤海、中部、东北、西南和西北6个区域。此外,本文还设置6个年份的虚拟变量、12个行业的虚拟变量来控制年度变化及行业差异性对公司败德行为可能产生的影响。

(三)描述性统计与相关性分析

表2列示了主要变量的描述性统计,结果显示,赶超压力的均值是-0.031。从表2相关性分析中可以看出,赶超压力与违规经营($p<0.01$)、寻租投入($p<0.01$)都为显著的负相关关系;赶超压力与证券分析师低估程度显著正相关($p<0.01$),与行业竞争性负相关但不显著。为进一步分析上述变量之间

的关系,下文将做进一步的讨论分析。

(四)模型设定

基于本文的研究假设,本文设定了下面的检验模型:

$$Illeagal_{i,t} = \beta_0 + \beta_1 Pressure_{i,t-2} + \beta_2 AnalystG_{i,t-2} \times Pressure_{i,t-2} + \beta_3 HHI_{i,t-2} \times Pressure_{i,t-2} \quad (2)$$

$$+ \beta_4 C_{i,t-2} + \beta_5 Ind_{i,t-2} + \beta_6 Year_{i,t-2} + \varepsilon$$

$$SuManag_{i,t} = \beta_0 + \beta_1 Pressure_{i,t-1} + \beta_2 AnalystG_{i,t-1} \times Pressure_{i,t-1} + \beta_3 HHI_{i,t-1} \times Pressure_{i,t-1} \quad (3)$$

$$+ \beta_4 C_{i,t-1} + \beta_5 Ind_{i,t-1} + \beta_6 Year_{i,t-1} + \varepsilon$$

其中式(2)和(3)中的 *Illeagal_{i,t}* 和 *SuManag_{i,t}* 是被解释变量,表示企业*i*在第*t*年是否发生过违规行为和寻租投入程度。*Pressure*表示赶超压力,*AnalystG*表示证券分析师落差,*HHI*代表行业竞争程度。本文对违规经营的检验采取了滞后两年的数据处理,这主要是考虑到发现违规行为存在一个相对较长的潜伏期。对于寻租投入则由于本文采取的是以超额管理费作为一个替代性变量,而根据

表2 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	10
1. <i>Illeagal</i>	违规经营	1									
2. <i>Sumanag</i>	寻租投入	0.033#	1								
3. <i>Pressure</i>	赶超压力	-0.006#	-0.012#	1							
4. <i>AnalystG</i>	证券分析师评估	-0.019+	-0.008	0.049#	1						
5. <i>HHI</i>	行业竞争性	0.007	-0.007	-0.006	0.024+	1					
6. <i>Size</i>	企业规模	-0.049#	-0.085#	0.076#	0.186#	-0.033#	1				
7. <i>Life</i>	企业寿命	0.082#	0.013	-0.023+	-0.107#	-0.049#	0.029#	1			
8. <i>R&D</i>	研发投入比例	-0.011	-0.002	-0.001	0.020+	-0.025#	-0.042#	-0.066#	1		
9. <i>Ind</i>	独立董事比例	0.004	0.013	-0.024+	0.022+	-0.015	0.026#	-0.062#	0.031#	1	
10. <i>ShareC</i>	股权集中度	-0.063#	-0.016*	0.014	0.074#	0.001	0.313#	-0.221#	-0.032#	0.062#	1
11. <i>ShareM</i>	股东制衡	-0.025#	0.001	0.011	0.028#	-0.007	0.129#	-0.044#	0.027#	0.010	0.040#
12. <i>AssetL</i>	资产负债率	0.045#	0.367#	-0.014	-0.024+	-0.009	-0.158#	0.068#	-0.0130	0.026#	-0.026#
13. <i>SaleF</i>	销售期间费用率	0.046#	0.872#	-0.005	-0.007	-0.016*	-0.087#	0.008	-0.001	0.010	-0.0140
14. <i>Lev</i>	杠杆比例	-0.004	-0.003	-0.004	-0.010	-0.039#	0.133#	0.064#	-0.013	-0.007	0.017*
15. <i>Current</i>	流动比率	-0.035#	-0.007	-0.006	0.040#	-0.00500	-0.147#	-0.213#	0.087#	0.019+	0.007
16. <i>RoaH</i>	历史期望差距	-0.079#	-0.065#	0.068#	0.196#	0.001	0.240#	-0.152#	0.011	-0.030#	0.144#
17. <i>RoaS</i>	行业期望差距	-0.027#	-0.025+	0.052#	0.146#	-0.012	0.089#	-0.130#	-0.002	-0.012	0.144#
18. <i>Age</i>	高管年龄	-0.01	0.004	0.026+	0.093#	0.016*	0.327#	0.089#	-0.019+	-0.002	0.111#
19. <i>Edu</i>	高管受教育水平	0.061#	-0.015	0.027#	0.095#	0.013	0.008	-0.220#	0.034#	0.022+	0.057#
20. <i>Tenure</i>	高管任期	0.023+	0.001	0.022+	0.046#	0.027#	0.005	-0.010	0.009	-0.010	0.001
均值		0.038	0.464	-0.154	0.191	0.447	21.639	0.597	2.751	0.002	0.179
标准差		0.192	29.899	0.069	0.393	0.223	1.447	2.835	0.360	0.015	0.128
代码	变量名称	11	12	13	14	15	16	17	18	19	20
11. <i>ShareM</i>	股东制衡	1									
12. <i>AssetL</i>	资产负债率	-0.091#	1								
13. <i>SaleF</i>	销售期间费用率	0.0140	0.575#	1							
14. <i>Lev</i>	杠杆比例	0.005	0.007	-0.003	1						
15. <i>Current</i>	流动比率	0.041#	-0.058#	-0.006	-0.056#	1					
16. <i>RoaH</i>	历史期望差距	0.044#	-0.153#	-0.053#	-0.059#	0.153#	1				
17. <i>RoaS</i>	行业期望差距	0.073#	-0.119#	0.003	-0.062#	0.116#	0.374#	1			
18. <i>Age</i>	高管年龄	0.006	-0.025#	0.004	0.038#	-0.093#	0.055#	-0.026#	1		
19. <i>Edu</i>	高管受教育水平	0.029#	-0.014	-0.014	-0.016*	0.131#	0.067#	0.085#	0.173#	1	
20. <i>Tenure</i>	高管任期	0.008	-0.005	0.001	0.010	0.00100	0.028#	0.0140	0.360#	0.108#	1
均值		0.268	1.052	1.942	0.597	2.694	-0.005	-0.001	45.902	1.951	2.621
标准差		1.399	38.367	1.738	2.835	5.451	0.064	0.069	9.656	1.737	1.370

注: * $p<0.1$, + $p<0.05$, # $p<0.01$; N=11171。

Rudy 和 Johnson (2013) 的研究, 这种非市场的战略行为一般都具有及时性, 所以本文采取滞后一年的方式来处理。模型中的 C 代表控制变量, 包括组织属性、公司治理机制、财务状况、经营处境、高管特征、制度环境。Year 和 Ind 表示年度与行业固定效应; ε 为随机扰动项。 β_1 用来分析赶超压力对公司败德行为的影响效应; β_2 和 β_3 用来分析证券分析师差距和行业竞争性对赶超压力的调节效应。

在实证分析时, 对于寻租行为的检验则采取 OLS 回归模型, 但对于违规行为的检验, 本文采用 Logit 回归模型检验。Logit 回归模型用于检验公司高管受到赶超压力的影响进而采取败德行为的概率, 其模型形式如式 (4) 所示:

$$\log \frac{Prob}{1-Prob} = \beta_0 + \beta_1 Z_1 + \dots + \beta_k Z_k \quad (4)$$

其中, Z_i 代表检验模型中的所有解释变量, Prob 代表公司高管受赶超压力影响而采取败德行为的概率。

四、检验结果与讨论

在实证分析之前, 为确保模型估计的一致性和有效性, 对数据做了如下处理: 对主要连续变量在 1% 水平上进行缩尾处理; 对交互项变量进行中心化处理; 对进入模型的所有解释变量和控制变量进行了方差膨胀因子 (VIF) 诊断, 结果显示 VIF 均在 2.71 以内, 表明不存在多重共线性问题; 考虑到面板数据可能存在的异方差、时序相关和横截面相关等问题, 使用通常的面板数据估计方法会低估标准误差, 导致模型估计结果有偏, 借鉴有关学者的做法, 本文采用 Driscoll-Kraay 标准差进行估计 (Driscoll and Kraay, 1998)。

(一) 总体样本检验结果

表 3 为公司败德行为的总样本检验。其中模型 1 和模型 4 为所有控制变量, 模型 2 和模型 5 将控制变量与解释变量都纳入模型, 模型 3 和模型 6 则将两个调节变量也纳入分析, 为全变量检验模型。模型 2 的结果表明, 企业违规行为与赶超压力的关系显著为负 ($\beta = -1.179$, $p < 0.01$), 并且在模型 3 中该作用仍旧稳健, 这说明公司赶超压力越大则从事违规经营的可能性就越大, 假设 1 得到了验证。模型 3 中的证券分析师差距与赶超压力的交互项为正, 但不显著; 不过模

型 3 中行业竞争度与赶超压力的交互项呈负相关关系显著 ($\beta = -0.119$, $p < 0.05$), 即行业竞争程度对企业违规经营具有显著的正向调节作用, 即行业竞争的压力越大则越加促进了公司从事违规经营的可能性, 假设 3 得到了支持。模型 5 的检验结果显示赶超压力与寻租投入显著负相关 ($\beta = -43.237$, $p < 0.01$), 并且该结果在模型 6 中依旧很稳健。这就说明当企业面临的赶超压力越大, 公司寻租投入的力度就越大, 假设 1 得到了验证。模型 6 检验了证券分析师落差对赶超压力的调节作用, 检验结果显示, 赶超压力与分析

表 3 赶超压力与公司败德行为的总样本检验结果

	违规经营			寻租投入		
	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)
Size	-0.104*** (0.021)	-0.116*** (0.022)	-0.115*** (0.022)	-0.466*** (0.138)	-0.365*** (0.136)	-0.399*** (0.135)
Life	0.607*** (0.091)	0.580*** (0.093)	0.578*** (0.093)	1.601*** (0.512)	1.704*** (0.504)	1.728*** (0.500)
R&D	-4.073 (3.462)	-4.695 (3.564)	-4.705 (3.570)	-1.666 (9.931)	-1.142 (9.783)	-0.299 (9.698)
Ind	0.144 (0.452)	0.189 (0.459)	0.144 (0.460)	4.584 (2.879)	4.042 (2.837)	4.093 (2.812)
ShareC	-0.527** (0.222)	-0.465** (0.224)	-0.446** (0.224)	1.686 (1.358)	1.158 (1.339)	1.419 (1.327)
ShareM	0.002 (0.002)	0.002 (0.002)	0.002 (0.002)	-0.054*** (0.013)	-0.062*** (0.013)	-0.057*** (0.013)
AssetL	0.005 (0.008)	0.005 (0.008)	0.005 (0.008)	-1.227*** (0.081)	-1.132*** (0.080)	-1.112*** (0.079)
SaleF	0.000 (0.000)	0.000 (0.000)	0.000 (0.000)	0.295*** (0.002)	0.292*** (0.002)	0.291*** (0.002)
Lever	-0.006 (0.019)	-0.004 (0.019)	-0.004 (0.019)	0.027 (0.107)	0.014 (0.105)	0.016 (0.104)
Current	-0.034*** (0.011)	-0.033*** (0.011)	-0.033*** (0.011)	-0.039 (0.034)	-0.038 (0.034)	-0.040 (0.034)
RoaH	0.296 (0.417)	0.680 (0.428)	0.568 (0.429)	3.864 (9.290)	18.632** (9.191)	18.622** (9.112)
RoaS	-0.125 (0.181)	-0.051 (0.184)	-0.003 (0.185)	-4.396 (3.755)	-8.247** (3.706)	-8.237** (3.673)
Age	-0.006 (0.007)	-0.006 (0.007)	-0.006 (0.007)	-0.001 (0.045)	-0.006 (0.044)	-0.005 (0.044)
Edu	0.121*** (0.014)	0.108*** (0.015)	0.108*** (0.015)	-0.000 (0.091)	0.044 (0.089)	0.025 (0.089)
Tenure	0.045*** (0.017)	0.044** (0.017)	0.044*** (0.017)	0.014 (0.116)	0.023 (0.115)	0.043 (0.114)
AnalystG	0.046 (0.064)	0.043 (0.065)	0.050 (0.066)	0.371 (0.401)	0.559 (0.395)	0.334 (0.392)
HHI	-0.000 (0.008)	-0.006 (0.008)	-0.009 (0.008)	0.889 (0.699)	0.934 (0.689)	0.944 (0.683)
Pressure		-1.179*** (0.140)	-1.130*** (0.156)		-43.237*** (2.493)	-57.027*** (2.722)
Pressure×AnalystG			0.202 (0.292)			63.568*** (6.308)
Pressure×HHI			-0.119** (0.047)			-114.965*** (11.280)
_cons	-0.890 (0.590)	-0.466 (0.601)	-0.494 (0.601)	5.656 (3.538)	3.250 (3.488)	3.847 (3.458)
N	9884	9884	9884	9849	9849	9849
PseudoR ²	0.0681	0.0890	0.0913			
LR chi ²	234.85***	306.89***	314.83***			
adj. R ²				0.767	0.774	0.778
F				1202.697***	1205.871***	1151.232***

注: * $p < 0.10$, ** $p < 0.05$, *** $p < 0.01$; 括号内为标准误; 行业、地区、年度虚拟变量均控制, 基于版面限制未加列示。

师评估差距的交互项和寻租显著正相关($\beta=63.568$, $p<0.01$),这意味着证券分析师评估的差距确实起到显著的正向调节作用,即证券分析师低估公司未来业绩将导致其寻租投入更多。所以假设2得到了支持。此外,模型6中行业竞争度与赶超压力的交互项呈显著负相关关系($\beta=-114.965$, $p<0.01$)即行业竞争程度对企业寻租投入具有显著的正向调节作用,即行业竞争的压力越大则公司采取寻租行为的可能性越大,假设3得到了支持。

(二)分样本检验结果

为了验证行业竞争程度的调节作用,本文采用了分样本检验的方法。样本分界的方法是根据中国证监会 SIC 三位代码分类,将全部企业细分为13个行业,对于这13个行业再依据 HHI 指数的均值分为高低两个组(采取中位值分类得到相同的结果),即高于该均值的为高度竞争行业,低于该值则设计为低度竞争行业。之后对这两组样本分别进行回归,结果如表4所示。结果表明,模型1、模型2的赶超压力都显著为负,这就意味着公司的赶超压力越大则越有可能从事违规行为,假设1得到了支持。同时,模型1的赶超压力系数明显地高于模型2的边际系数,且更加显著($p<0.01$),即在同等赶超压力下,行业竞争度越大的公司越可能从事违规经营行为。假设2得到支持。模型3和模型4的检验结果显示赶超压力与寻租投入均为负相关,且在模型3中十分显著($p<0.01$),这就说明当公司面临的赶超压力越大,其寻租投入的力度就越大,假设1进一步得到了验证。同时,模型

3的赶超压力系数明显地高于模型4的边际系数,且十分显著($p<0.01$),即在同等赶超压力下,处于高度行业竞争环境下的企业更有可能在寻租活动中投入更多。假设2也得到了支持。同时还发现,就赶超压力与证券分析师低估的交互项在高度竞争的环境下显著为正($\beta=30.708$, $p<0.01$),即如果采取赶超战略公司同时被证券分析师低估且处于高度的竞争环境下将极大地促使其采取寻租的行为以缓解竞争的困境。

根据上述检验结果,本文绘制了图1和图2。

表4 不同行业竞争环境下的赶超压力与公司败德行为的分样本检验结果

	违规经营		寻租投入	
	高竞争度	低竞争度	高竞争度	低竞争度
	(1)	(2)	(3)	(4)
Size	-0.097*** (0.025)	-0.290*** (0.097)	-0.426** (0.177)	-0.234** (0.097)
Life	0.474*** (0.113)	1.080** (0.501)	1.643*** (0.651)	0.512 (0.400)
R&D	-6.996* (4.215)	1.200 (7.652)	-1.034 (12.093)	0.554 (8.120)
Ind	-0.222 (0.563)	2.133 (1.793)	5.873 (3.680)	0.550 (1.935)
ShareC	-0.942*** (0.292)	0.891 (0.814)	3.108* (1.814)	0.089 (0.820)
ShareM	0.003 (0.002)	0.001 (0.008)	-0.059*** (0.016)	0.005 (0.011)
AssetL	0.010 (0.009)	-0.069 (0.083)	-1.390*** (0.096)	0.427*** (0.078)
SaleF	0.000 (0.000)	0.051** (0.024)	0.297*** (0.002)	-0.166*** (0.053)
Lever	-0.002 (0.018)	-0.103 (0.169)	-0.039 (0.125)	0.060 (0.123)
Current	-0.009 (0.012)	-0.302** (0.120)	-0.013 (0.040)	0.048 (0.044)
RoaH	0.505* (0.302)	1.429* (0.843)	-0.258 (3.046)	0.070 (1.363)
RoaS	0.061 (0.107)	-0.059 (0.344)	-18.202*** (2.871)	3.449* (1.821)
Age	-0.007 (0.009)	-0.027 (0.029)	0.006 (0.061)	-0.044* (0.026)
Edu	0.110*** (0.017)	0.275*** (0.061)	0.068 (0.117)	-0.010 (0.059)
Tenure	0.040** (0.020)	0.097 (0.072)	0.020 (0.147)	0.019 (0.081)
AnalystG	0.019 (0.126)	0.810 (0.601)	1.056 (0.879)	0.673 (0.569)
Pressure	-1.298*** (0.175)	-1.852** (0.737)	-22.165*** (5.211)	-3.129 (3.184)
Pressure×AnalystG	0.430 (0.315)	0.122 (1.221)	30.708*** (9.937)	3.024 (5.566)
_cons	-0.419 (0.707)	0.679 (2.974)	3.579 (4.457)	4.973* (2.776)
N	6783	2136	7639	2209
PseudoR ²	0.0911	0.1086		
LR chi ²	229.45***	86.36***		
adj. R ²			0.773	0.020
F			929.733***	2.610**

注: * $p<0.10$, ** $p<0.05$, *** $p<0.01$;括号内为标准误;行业、地区、年度虚拟变量均控制,基于版面限制未加列示。

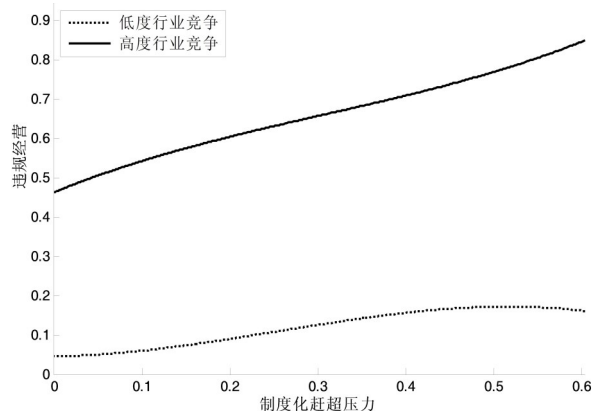


图1 不同行业竞争环境下赶超压力与违规经营的概率分布

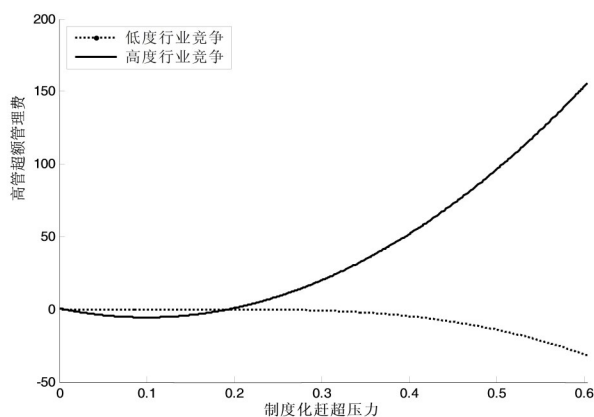


图2 不同行业竞争环境下赶超压力与寻租投入的概率分布

图1是根据模型1和模型2中赶超压力的回归系数,以及在设定其他控制变量的取值为均值的情况下,在自变量取不同数值求得企业高管腐败行为概率的基础上得出的。为了使显示结果合乎习惯,本文对横轴做了取绝对值的处理,即横坐标越大,表示赶超压力越大,原点处赶超压力为最小。图1描述了随着赶超压力的增加,不同行业竞争度下,公司发生违规腐败行为的可能性分布状况。图1很清楚地显示,随着赶超压力的增大,公司从事违规经营行为的概率逐渐上升,而且高度行业竞争环境下的公司违规行为概率上升速度明显快于低度行业竞争环境下的,并且一直高于低度行业竞争环境下的公司,这就证实了本文关于行业竞争程度对赶超压力下的公司败德行为具有显著的正向调节作用的假设。图2是根据模型3和模型4中赶超压力的回归系数,以及在设定其他控制变量的取值为均值的情况下,在自变量取不同数值求得企业高管人均超额管理费的基础上得出的。图2描述了随着赶超压力的增加,不同行业竞争度下,企业高管超额管理费的分布状况。图2显示,在高度行业竞争环境下企业的高管超额管理费基本上高于低度行业竞争环境下企业的,而且,随着赶超压力的增大,高度行业竞争环境下企业的高管超额管理费迅速上升,这就证实了本文关于行业竞争程度对赶超压力下的公司败德行为具有显著的正向调节作用的假设。

为了验证证券分析师评估的调节作用,本文也做了分样本检验。根据证券分析师评估的业绩值与实际业绩值的差距,大于0的样本则设计为证券分析师高估组,低于0的则为证券分析师低估组。然后分别对这两组样本进行回归检验。结果如表5所示。结果表明,模型1、模型2的赶超压力都显著为负,这就意味着公司的赶超压力越大则越有可能从事违规行为,假设1得到了支持。同时,模型1的赶超压力系数高于模型2的边际系数,且十分显著($p<0.01$),即在同等赶超压力下,相对于分析师高估的情况,被分析师低估的公司更有可能违规经营。假设2得到支持。模型3和模型4的检验结果显示赶超压力与寻租投入均显著负相关($p<0.01$),这就说明赶超压力越大则公司的寻租投入力度就越大,假设1

得到了验证。同时,模型3的赶超压力系数显著地高于模型4的边际系数($p<0.01$),即对于同等赶超压力的公司而言,分析师的低估将促使企业在寻租活动中投入更多。假设3得到了支持。

根据上述检验结果,本文绘制了图3和图4。图3是根据模型1和模型2中赶超压力的回归系数,以及在设定其他控制变量的取值为均值的情况下,在自变量取不同数值求得企业违规行为概率的基础上得出的。为了使显示结果合乎习惯,本文对横轴做了取绝对值的处理,即横坐标越大,表示赶超压力越大,原点处赶超压力为最小。图3描述了随着赶超压力的增加,不同证券分析师预测情况下,公司发生违规经营的可能性分布状况。图3很清楚地显示,随着赶超压力的增大,公司从事违规经营行为的概率逐渐上升,而且分析师低估情况下的概率一直高于分析师高估情况下的概率,这就证实了本文关于证券分析师评估差距对赶超压力下的公司败德行为具有显著的正向调节作用的假设。图4是根据模型3和模型4中赶超压力的回归系数,以及在设定其他控制变量的取值为均值的情况下,在自变量取不同数值求得企业高管人均超额管理费的基础上得出的。图4描述了随着赶超压力的增加,不同证券分析师预测情况下,企业高管超额管

表5 不同证券分析师预测下的赶超压力
与公司败德行为的分样本检验结果

	违规经营		寻租投入	
	分析师低估	分析师高估	分析师低估	分析师高估
	(1)	(2)	(3)	(4)
Size	-0.281*** (0.051)	0.017 (0.122)	-0.474*** (0.174)	0.021*** (0.002)
Life	1.227*** (0.242)	0.383 (0.458)	1.883*** (0.645)	0.003 (0.007)
R&D	-13.996 (10.470)	-7.559 (14.418)	-1.970 (12.101)	-0.674*** (0.160)
Ind	-0.308 (1.106)	2.427 (2.208)	5.002 (3.604)	-0.090** (0.041)
ShareC	-1.045* (0.576)	-1.344 (1.129)	2.875* (1.708)	-0.002 (0.019)
ShareM	0.004 (0.003)	0.010 (0.054)	-0.055*** (0.015)	-0.003*** (0.001)
AssetL	0.009 (0.014)	0.070 (0.345)	-1.261*** (0.093)	-0.319*** (0.005)
SaleF	0.000 (0.000)	-0.182 (0.619)	0.295*** (0.002)	0.547*** (0.008)
Lever	-0.006 (0.039)	-0.420 (0.356)	-0.014 (0.121)	0.024*** (0.004)
Current	-0.079** (0.035)	-0.005 (0.048)	-0.018 (0.041)	-0.001 (0.001)
RoarH	1.380*** (0.400)	2.397** (0.942)	-0.608 (2.872)	0.212*** (0.034)
RoarS	0.246 (0.693)	1.210 (2.774)	-16.477*** (2.763)	-0.478*** (0.051)
Age	-0.014 (0.017)	-0.042 (0.030)	-0.009 (0.056)	-0.001* (0.001)
Edu	0.256*** (0.035)	0.159** (0.078)	0.052 (0.113)	-0.000 (0.001)
Tenure	0.101*** (0.039)	0.031 (0.089)	0.033 (0.145)	-0.001 (0.002)
HHI	0.112 (0.272)	0.428 (0.598)	1.075 (0.870)	0.004 (0.010)
Pressure	-2.783*** (0.371)	-1.912** (0.874)	-23.299*** (5.355)	-0.010 (0.052)
Pressure×HHI	0.539 (1.070)	-4.348 (2.784)	-31.541 (21.057)	-0.014 (0.208)
_cons	0.409 (1.492)	-2.760 (2.916)	4.823 (4.531)	-0.325*** (0.051)
N	7267	1651	7920	1928
PseudoR ²	0.1015	0.0638		
LR chi ²	278.19***	36.55***		
adj. R ²			0.768	0.815
F			936.102***	303.978***

注:* $p<0.10$, ** $p<0.05$, *** $p<0.01$;括号内为标准误;行业、地区、年度虚拟变量均控制,基于版面限制未加列示。

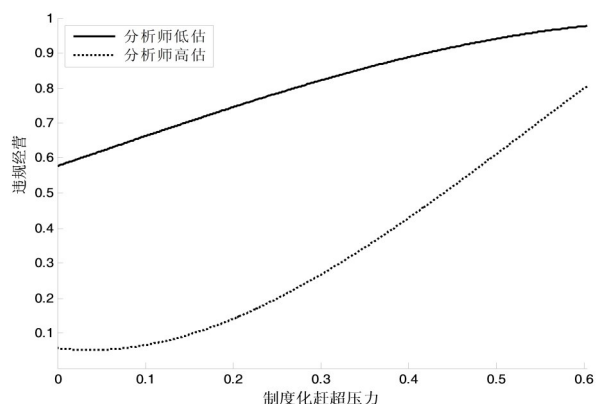


图3 不同分析师评估结果下的赶超压力与违规经营的概率分布状况

理费的分布状况。图4显示,在证券分析师低估情形下企业的高管超额管理费始终高于证券分析师高估情况下的,而且,随着赶超压力的增大,证券分析师低估情形下企业的高管超额管理费迅速上升,这就证实了本文关于证券分析师低估对赶超压力下的公司败德行为具有显著的正向调节作用的假设。

五、稳健性检验

(一)内生性的处理

尽管以上实证结果说明,赶超压力对公司的败德行为有显著影响,且行业竞争与分析师评估具有显著的调节作用,但这些结果也可能是由于其他因素或对比偏差所导致的,为此本文进行了以下几个方面的稳健性检验。

1. 两阶段处理效应检验

企业是否提出赶超战略还可能受到企业属性(比如企业的规模、寿命、所在行业,等等)及高管成员人口特征(比如高管成员的年龄、任期和平均受教育程度等等)的影响,且这些因素又可能和公司的败德行为有关。如此,赶超战略的制定难免存在由选择偏差导致的内生性。考虑到本文中公司的败德行为对于是否提出赶超战略都是可观察到的,而且赶超战略的虚拟变量也在回归方程中,本文采用两阶段处理效应模型(treatment effect model)来分析赶超压力对公司败德行为的影响,以期消除公司个体之间由于某些性质不同所可能导致的选择性偏差问题(Maddala, 1983)。在第一阶段中,本文采用如式(5)所示的Probit模型来估计赶超战略的选择方程。

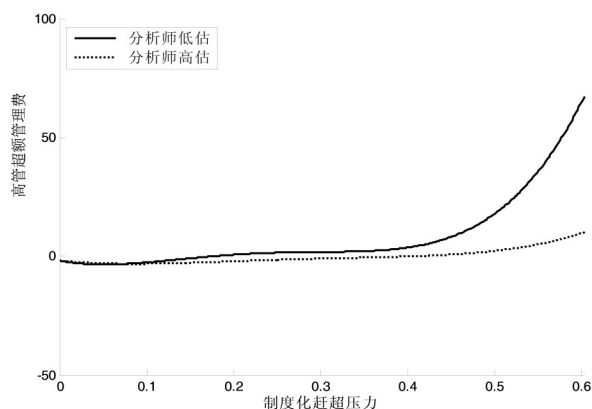


图4 不同分析师评估结果下的赶超压力与寻租投入的概率分布状况

$$\begin{aligned} First = & \beta_0 + \beta_1 Size_{i,t} + \beta_2 Life_{i,t} + \beta_3 RD_{i,t} + \beta_4 Ind_{i,t} \\ & + \beta_5 Patent_{i,t} + \beta_6 ShareC_{i,t} + \beta_7 ShareM_{i,t} \\ & + \beta_8 AssetL_{i,t} + \beta_9 SaleF_{i,t} + \beta_{10} Lever_{i,t} + \beta_{11} Current_{i,t} \\ & + \beta_{12} RoaH_{i,t} + \beta_{13} RoaS_{i,t} + \beta_{14} Age_{i,t} \\ & + \beta_{15} Edu_{i,t} + \beta_{16} Tenure_{i,t} + \sum \gamma Industry_{i,t} \\ & + \sum \lambda Year_t + \sum \eta District_{i,t} + \epsilon_{it} \end{aligned} \quad (5)$$

式(5)中 $First$ 是代表企业是否提出赶超战略的虚拟变量、 $Size$ 代表企业规模、 $Life$ 代表企业寿命、 RD 研发收入比、 Ind 代表独立董事比例、 $ShareC$ 代表股权集中度、 $ShareM$ 代表股东制衡、 $AssetL$ 代表资产负债率、 $SaleF$ 代表销售期间费用率、 $Lever$ 代表杠杆比例、 $Current$ 代表流动比率、 $RoaH$ 代表历史期望落差、 $RoaS$ 代表社会期望落差、 Age 代表高管年龄、 Edu 代表高管受教育水平、 $Tenure$ 代表高管任期。除了这些公司特征变量、财务指标、公司治理变量和高管成员特征变量,本文认为,公司的技术研发成果——专利数量也可能会影响到公司采取赶超战略,因为专利越多则意味着其组织能力、竞争潜力就越大;但一旦公司制定了赶超战略,则败德行为就不再受制于这种研发成果——专利水平,而主要取决于其自身的赶超压力——即由于采取了赶超战略所导致的业绩压力,这种赶超压力越大则越有可能出现败德行为。基于此,本文借鉴其他学者的研究方法,本文将企业前一年所申请到的专利数量($Patent$)作为技术研发成果的代理变量,并加入到上述模型中。专利数据的搜集来源于中华人民共和国国家知识产权局所公布专利信息,包括了企业的发明专利、实用新型专利和外观设计专利,将这些专利数累计加总后得到公司专利总量。同时模型中还加入了行业、年度和地区虚拟变量。

通过第一阶段的估计可以得到赶超战略提出的内生选择偏差调整项 hazard, 然后结合本文的实证模型进行第二阶段的回归, 最终结果参见表 6。从表 6 第一阶段的回归结果可以看出, 公司规模、公司寿命、公司专利数量、公司社会期望落差、高管平均受教育程度和高管任期对赶超战略的提出均有显著正向作用, 而公司的独立董事比例与是否提出赶超战略呈显著负相关关系。第二阶段的回归结果显示, 模型 1 中的选择偏差调整项 hazard 的系数不显著, 但它在模型 2 中比较显著, 这说明是否提出赶超战略的内生性选择偏差在一定程度上是存在的。但从回归结果可以看出, 在处理效应模型中控制了选择偏差带来的影响后赶超压力对败德行为仍然具有显著影响 ($p < 0.05$), 说明选择偏差对本文的主要结论影响有限。此外, 赶超压力与分析师评估的交互项在模型 1 ($\beta = 0.415, p < 0.1$) 和模型 2 ($\beta = 60.469, p < 0.01$) 中都显著为正, 即分析师低估公司业绩会更促使企业高管采取违规经营行为。赶超压力与行业竞争度的交互项在模型 1 ($\beta = -0.092, p < 0.01$) 中显著为负, 即行业竞争度越高则采取了赶超战略的企业高管就越可能在寻租方面投入更多。这些结果与上文是相一致的。

表 6 处理效应模型回归结果

	第一阶段	第二阶段	
	是否提出赶超战略	(1) 违规经营	(2) 寻租投入
Patent	0.127*** (0.041)		
Size	0.079*** (0.014)	-0.010*** (0.003)	-1.244*** (0.227)
Life	0.433*** (0.065)	0.038*** (0.011)	-1.062 (0.968)
RD	-0.130 (1.160)	-0.171 (0.142)	0.827 (13.146)
Ind	-0.716** (-2.43)	0.036 (0.043)	9.660** (3.982)
ShareC	-0.017 (0.139)	-0.037* (0.020)	2.846 (1.851)
ShareM	-0.000 (0.001)	0.000 (0.000)	-0.061*** (0.017)
AssetL	-0.026 (0.020)	0.002* (0.001)	-1.099*** (0.103)
SaleF	0.000 (0.000)	0.000 (0.000)	0.292*** (0.002)
Lever	-0.012 (0.012)	-0.001 (0.001)	0.111 (0.137)
Current	-0.006 (0.006)	-0.001 (0.001)	0.013 (0.061)
RoaH	-0.054 (0.311)	-0.222*** (0.050)	10.872** (4.443)
RoaS	0.609** (0.266)	0.073* (0.040)	-16.250*** (3.625)
Age	-0.001 (0.005)	0.005 (0.006)	0.556 (0.470)
Edu	0.082*** (0.009)	0.008 (0.011)	0.945 (0.833)
Tenure	0.027** (0.012)	-0.001 (0.001)	0.002 (0.061)
AnalystG		0.009*** (0.002)	-0.598*** (0.166)
HHI		0.004** (0.002)	-0.148 (0.155)
Pressure		-0.218** (0.096)	-69.831*** (6.950)
Pressure_AnalystG		0.415* (0.243)	60.469*** (16.881)
Pressure_HHI		-0.092*** (0.028)	-2.567 (1.890)
First		0.105* (0.062)	26.613*** (4.917)
_cons	-3.390*** (0.388)	0.147** (0.065)	23.327*** (5.786)
hazard		-0.032 (0.036)	-18.046*** (2.856)
rho		-0.154	-0.788
chi ²	595.16	818.27	21115.47
N	8815	8815	8815

注: * $p < 0.1$, ** $p < 0.05$, *** $p < 0.01$; 年份、行业及地区包含其中但均未列示。

2. PSM 配对的对比后分析

前文的回归方法将所有提出赶超战略和未提出赶超战略的公司进行对比, 这可能存在配对偏差。借鉴其他学者的做法, 本文现进一步采用倾向得分匹配 (Propensity Score Matching, PSM) 的方法以分析赶超压力对公司败德行为所可能产生的影响 (Lian et al., 2011)。

在未匹配之前, 本文首先对提出赶超战略的样本和没有提出赶超战略的样本进行了简单的对比分析, 以期对两组样本的差异进行初步的探讨。结果发现, 提出赶超战略组中的样本在企业规模 (Size)、企业寿命 (Life)、独立董事比例 (Ind)、流动比率 (Current)、历史期望落差 (RoaH)、社会期望落差 (RoaS) 和高管受教育水平 (Edu) 7 项指标的显著性水平不同于控制组。这就说明由公司特质所引发的模型内生性问题可能会导致最终研究结论出现不同程度的偏误。组间差异检验虽然直观, 却无法控制变量间的相互干扰, 随后本文进行了匹配变量的筛选与匹配效果的检验。本文使用 Logit 模型对匹配变量进行了筛选, 参与筛选的匹配变量为本文回归模型中出现的所有控制变量, 被解释变量为 0~1 虚拟变量, 1 代表提出赶超战略, 0 代表没有提出赶超战略, 同时控制了行业效应和年度效应。最终回归结果表明, 企业规模 (Size)、企业寿命 (Life)、销售期间费用率 (SaleF)、高管受教育水平 (Edu)、高管任期 (Tenure) 和独立董事比例 (Ind) 对是否提出赶超战略产生显著影响^①, 因此, 后文将以这 6 个变量作为匹配变量。

本文基于 Logit 模型的拟合值计算出相应的倾向得分值 (PS 值), 并采用 PSM 模型最为常用的“最近邻匹配方法”对赶超组和控制组的 PS 值进行配对^②。最终的匹配效果既满足共同支撑假设 (common support), 也满足了平衡性假设 (balance test)。根据 PSM 方法完成匹配后, 本文重新检验了所有假设, 具体检验结果如表 7 所示。

表 7 的检验结果表明, 通过 PSM 消除潜在的配对偏差带来的影响后, 赶超压力对违规经营产生的作用有所降低, 但仍具有一定的显著性 ($\beta = -1.490, p < 0.1$); 赶超压力对寻租投入影响作用非常显著 ($\beta = -72.111, p < 0.01$)。在模型 3 中, 赶超压力与资本分析师评估的交互项在模型 1 中显著为正 ($\beta = 4.968, p < 0.05$), 即分析师低估公司业绩会更加促

使企业高管采取违规经营行为;在模型4中也显著为正($\beta=70.231, p<0.01$),即分析师低估公司业绩会更加促使那些采取赶超战略的企业高管采取寻租行为。这些结果与上述检验结果是一致的。赶超压力与行业竞争度的交互项在模型4中显著为负($\beta=-76.788, p<0.01$),即行业竞争程度越高,则采取了赶超战略的企业高管就越可能在寻租方面投入更多。虽然在消除了潜在的配对偏差影响后,赶超压

力对违规经营行为的影响作用有所降低,但本文在考虑到内生性问题后的检验结果与之前相比较并无本质上的差异性,相关假设与结论均未发生实质性改变。这说明在考虑了可能的内生性问题后,本文的研究结论依然具有较强的稳健性。

(二)更换测量指标

1. 更换行业竞争度与证券分析师的评估指标

为了确保结果的稳健,本文还采用行业内竞争

者的数目来衡量行业竞争程度,这种方法也为其他学者所使用(Tang and Hull, 2012)。其中,对于非工业企业,本文根据中国证监会SIC三位代码分类,将同行业内的企业数量作为行业规模企业数量;对于工业企业,则采用中国工业统计年鉴的数据,用规模以上企业数量这一指标作为行业规模企业数量。同时,对于分析师评估结果则采用盈利能力衡量,即以证券分析师对企业利润的评估值与实际的利润值之差距除以年度前的总资产。检验的方法与上述一样,得到表8。表8中模型1的检验结果显示,赶超压力与违规经营行为呈显著负相关关系($\beta=-2.310, p<0.01$),而且该结果在模型2中依旧很稳健。这说明,企业面临的赶超压力越大,企业从事败德行为的

表7 PSM配对后的赶超压力与公司败德行为检验结果

	违规经营			寻租投入		
	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)
Size	-0.103*** (0.024)	-0.104*** (0.024)	-0.104*** (0.024)	-0.627*** (0.184)	-0.652*** (0.184)	-0.669*** (0.184)
Life	0.326*** (0.124)	0.327*** (0.124)	0.325*** (0.124)	2.862*** (0.991)	2.970*** (0.988)	2.956*** (0.984)
RD	-3.698(4.212)	-3.704(4.219)	-3.940(4.292)	-0.505(18.704)	1.363(18.671)	-0.257(51.400)
Ind	0.013(0.464)	0.017(0.607)	0.013(0.464)	5.152(3.794)	5.137(3.761)	5.174(3.747)
ShareC	-0.349(0.242)	-0.345(0.242)	-0.340(0.242)	2.469(1.801)	2.603(1.801)	2.696(1.782)
ShareM	0.002(0.002)	0.002(0.002)	0.002(0.002)	-0.069*** (0.015)	-0.069*** (0.015)	-0.069*** (0.015)
AssetL	0.001(0.006)	0.002(0.008)	0.002(0.008)	-1.203*** (0.092)	-1.169*** (0.092)	-1.167*** (0.092)
SaleF	0.000(0.000)	0.000(0.000)	0.000(0.000)	0.294*** (0.002)	0.294*** (0.002)	0.294*** (0.002)
Lever	-0.015(0.021)	-0.015(0.022)	-0.014(0.021)	-0.000(0.000)	0.031(0.123)	0.033(0.121)
Current	-0.006(0.011)	-0.006(0.011)	-0.008(0.012)	-0.035(0.063)	-0.032(0.063)	-0.045(0.063)
RoaH	-1.670*** (0.426)	-1.434*** (0.483)	-1.406*** (0.484)	-10.353*** (3.663)	5.146(4.110)	5.697(4.122)
Roas	0.025(0.062)	0.025(0.062)	0.028(0.061)	-0.594(0.466)	-0.582(0.463)	-0.604(0.465)
AnalystG	0.131*(0.072)	0.132*(0.073)	0.104(0.074)	0.753(0.552)	0.864(0.550)	0.532(0.558)
HHI	0.131(0.125)	0.132(0.125)	0.139(0.126)	1.312(0.971)	1.382(0.968)	1.303(0.967)
Age	-0.016** (0.007)	-0.016** (0.007)	-0.016** (0.007)	0.004(0.058)	0.005(0.056)	0.006(0.055)
Edu	0.131*** (0.015)	0.131*** (0.015)	0.130*** (0.015)	0.039(0.111)	0.046(0.112)	0.030(0.111)
Tenure	0.045*** (0.017)	0.045*** (0.017)	0.045*** (0.018)	0.032(0.147)	0.021(0.152)	0.020(0.146)
Pressure		-0.909(0.900)	-1.490*(0.707)		-63.070*** (7.816)	-72.111*** (8.266)
Pressure_AnalystG			4.968** (2.288)			70.231*** (20.043)
Pressure_HHI			-1.087(-3.106)			-76.788*** (28.977)
_cons	-0.023(0.885)	-0.006(0.857)	0.021(0.808)	3.361(5.447)	3.568(5.414)	4.029(5.358)
PseudoR ²	0.079	0.080	0.081			
LR chi ²	239.945	241.047	245.659			
adj. R ²				0.766	0.768	0.768
F				662.565	652.661	622.642
N	7687	7687	7687	7687	7687	7687

注: * $p<0.1$, ** $p<0.05$, *** $p<0.01$; 括号内为标准误; 行业、地区、年度虚拟变量包含其中但未列示。

表8 更换行业竞争度与证券分析师的评估指标的检验结果

	更换行业竞争度测量指标				更换证券分析师评估指标			
	违规经营		寻租投入		违规经营		寻租投入	
	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)	(7)	(8)
控制变量	-	-	-	-	-	-	-	-
AnalystG	0.100 (0.067)	0.116 (0.069)	0.826 (0.458)	0.933* (0.459)	0.131 (0.073)	0.143 (0.074)	0.727 (0.506)	0.808 (0.507)
HHI	-0.008 (0.008)	-0.012 (0.009)	0.012 (0.059)	0.009 (0.059)	0.057 (0.111)	-0.007 (0.115)	0.831 (0.771)	0.743 (0.774)
Pressure	-2.310*** (0.284)	-2.187*** (0.295)	-13.947*** (2.320)	-12.397*** (2.371)	-2.290*** (0.282)	-2.221*** (0.289)	-13.992*** (2.308)	-13.179*** (2.327)
Pressure×AnalystG		0.504 (0.800)		18.476** (6.324)		0.540 (0.877)		18.125* (7.036)
Pressure×HHI		-0.243* (0.095)		-1.404 (0.795)		-2.334* (1.151)		-9.936 (9.682)
_cons	-0.335 (0.621)	-0.272 (0.626)	5.170 (4.085)	4.697 (4.092)	-0.469 (0.620)	-0.488 (0.624)	4.398 (4.069)	3.684 (4.077)
N	8927	8927	8914	8914	8908	8908	8895	8895
PseudoR ²	0.0893	0.0915			0.0896	0.0910		
LR chi ²	297.19***	304.46***			296.67***	301.51***		
adj. R ²			0.768	0.768			0.768	0.768
F			1053.922***	985.145***			1051.716***	982.484***

注: * $p<0.1$, ** $p<0.05$, *** $p<0.01$; 括号内为标准误; 行业、地区、年度虚拟变量以及其他控制变量的结果, 基于版面限制未加列示, 可以向作者索取。

倾向性越大。模型2检验了行业竞争程度对赶超压力的调节作用,检验结果显示,赶超压力与行业竞争程度的交互项与违规经营呈负相关($\beta=-0.243, p<0.10$),表明行业竞争程度对违规经营具有一定的调节作用。模型3的结果表明,赶超压力与寻租投入之间呈显著负相关关系($\beta=-13.947, p<0.01$),且该结果在模型4中依旧很显著。这说明随赶超压力的增大,公司寻租活动的投入将增加。模型4的结果表明,赶超压力与分析师评估差距的交互项的作用系数显著为正($\beta=18.476, p<0.05$),即分析师评估差距在赶超压力与寻租投入之间起到显著的正向调节作用。

表8中的模型5的结果显示,赶超压力与违规经营呈显著负相关关系($\beta=-2.290, p<0.01$),而且该结果在模型6中依旧很稳健。这说明,公司面临的赶超压力越大则从事败德行为的倾向性越大。模型6的检验结果显示行业竞争程度与赶超压力的交互项和违规经营行为具有比较显著的负相关关系($\beta=-2.334, p<0.10$),这表明行业竞争程度对企业的败德行为具有一定的调节作用。模型7的检验结果显示,赶超压力与寻租投入之间也呈显著负相关关系($\beta=-13.992, p<0.01$),并且该结果在模型8中依旧很显著。这说明随着企业所面临的赶超压力的增大,公司寻租投入就越高。模型8的检验结果显示,赶超压力与分析评估差距的交互项和寻租投入显著正相关($\beta=18.125, p<0.10$),即分析师评估差距在赶超压力与寻租投入之间起到正向调节作用。

上述检验结果表明,在更换赶超压力的测量方式、更换行业竞争度与证券分析师评估指标之后,这并没有影响到本文的基本结论,所以本文的理论假设是可以接受的。

2.PSM配对后更换测量指标的稳健性检验

循序之前研究思路,本文还使用PSM配对后的样本就更换更换行业竞争度和更换分析

师评估指标进行了稳健性检验。检验结果如表9所示。这些结果与上文检验的结果基本一致,在考虑到内生性问题后的检验结果与之前相比较并无本质上的差异性,相关假设与结论均未发生实质性改变。这说明在考虑到了可能的内生性问题后,本文即使更换了行业竞争度与分析师的评估指标之后也仍旧可以发现本文的假设是得到支持的。所以本文的研究结论具有相对较强的稳健性。

(三)其他稳健性检验^③

1. 分样本处理内生性问题

考虑到公司之所以出现败德行为,可能是由于高管具有一种冒险倾向,这些具有冒险倾向的高管可能会主动地选择赶超战略并低估败德行为被发现乃至受到处罚的可能性。本文通过查阅文献发现,一般而言,冒险倾向(risk taking)有两种研究方法(Desai, 1998),一是组织冒险(organizational risk),即通过组织的收入流的变化来测量;二是管理层冒险(managerial risk taking),即通过管理者是否将资源配置到不确定性结果的活动中进行衡量。由于组织冒险中含有太多的“噪音”(Palmer and Wiseman, 1999),比较有效的方法是以高管的冒险倾向进行测量。为此本文一方面在模型中通过引入高管年龄、任期与学历进而控制了高管的冒险倾向,同时还通过对不同的年龄、不同的任期、不

表9 PSM配对后更换测量指标的稳健性检验结果

	违规经营			寻租投入		
	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)
(1)更换行业竞争度测量指标						
控制变量	-	-	-	-	-	-
AnalystG	0.131 [*] (0.072)	0.132 [*] (0.072)	0.102(0.074)	0.753(0.552)	0.841(0.549)	0.702(0.549)
HHI	0.131(0.124)	0.135(0.124)	0.166(0.126)	1.312(0.971)	1.436(0.965)	1.340(0.966)
Pressure		-0.702(0.813)	-3.291 ^{***} (1.402)		-54.534 ^{***} (7.431)	-23.465 ^{***} (13.690)
Pressure_AnalystG			7.246 ^{***} (2.600)			57.244 ^{***} (26.331)
Pressure_HHI			-4.947 [*] (2.723)			-79.179 ^{***} (26.481)
PseudoR ²	0.079	0.080	0.083			
LR chi ²	239.945	240.678	252.135			
adj. R ²				0.766	0.767	0.768
F				662.565	651.401	620.791
N	7687	7687	7687	7687	7687	7687
(2)更换证券分析师评估指标						
控制变量	-	-	-	-	-	-
AnalystG	0.140 [*] (0.079)	0.142 [*] (0.079)	0.082(0.084)	0.838(0.612)	0.947(0.611)	0.451(0.628)
HHI	0.130(0.126)	0.134(0.126)	0.167(0.127)	1.320(0.971)	1.441(0.968)	1.351(0.968)
Pressure		-0.753(0.813)	-3.590 ^{***} (1.411)		-53.985 ^{***} (7.440)	-29.060 ^{***} (13.845)
Pressure_AnalystG			6.001 ^{***} (2.089)			66.457 ^{***} (18.984)
Pressure_HHI			-4.968 [*] (2.711)			-77.420 ^{***} (26.340)
PseudoR ²	0.080	0.081	0.085			
LR chi ²	243.396	244.250	256.297			
adj. R ²				0.766	0.768	0.768
F				663.800	652.497	622.624
N	7687	7687	7687	7687	7687	7687

注: * $p<0.1$, ** $p<0.05$, *** $p<0.01$; 括号内为标准误; 控制变量的结果均未列示。

同的教育水平进行了分样本检验,结果发现,在不同的年龄、不同的任期、不同的教育水平下几乎都有相一致的结果。另一方面,根据已有研究,衡量高管冒险行为的主要指标之一是他们在研究开发方面的投资状况,这种研发投入的结果非常难以确定,它将取决于诸多复杂的、难以预测的环境因素(Audia and Greve, 2006),并且研发投入经常地为公司更高所讨论和分析,所以它是一种常见的冒险性决策行为(Desai, 1998)。据此,本文以研发投入与销售收入之比作为高管冒险行为的替代性指标,根据该指标对将研究的样本分为研发投入高、低两组进行了检验。检验结果表明,无论是在高管具有高度冒险倾向的情况下,还是在具有低度冒险倾向的情况下,败德行为受到赶超压力影响的假设都是成立的。

2. 延长滞后效应的检验

上文对于违规行为的检验采取了滞后2年的方法,考虑到受监管效率的影响,违规行为被揭露出来可能存在一个相对较长的时间差,即潜伏期。据Guo(2008)对中国行政腐败数据的分析发现,1980~1988年的行政腐败潜伏期为平均1.8年,2003年估计为8年。对于上市公司的违规行为的潜伏期多长现在还没有精确的估计,但考虑到上市公司的数据揭露相对比较及时,本文采取了滞后3、4年的方法进行统计处理。对于寻租投入也采取了滞后3、4年的方法。基于此,本文的统计结果表明,就主效应而言,赶超压力对败德行为的影响作用仍旧非常的显著,这就意味着赶超压力对公司败德行为的影响作用是可信的,只不过关于外部竞争环境威胁的调节效应相对地有所减弱。

六、结论

公司的败德行为,比如非法性的活动、犯罪活动以及隐藏的寻租行为是比较普遍的非正式经济活动(Bureau and Fendt, 2011)。这些活动的实施者大多为社会的高层,他们利用社会对其信任、地位与影响力、利用各种机会将成本转嫁给了其他的组织、破坏租金的创造或导致资源效率的不公平。我国改革开放以来,有关公司败德行为也屡见不鲜,甚至出现了群体性的败德行为。对于公司缘何出现这种败德行为,一种主导性的观点是认为制度环

境是决定性的因素,如果环境使得强取豪夺比生产更有利,那么掠夺活动就会使投资、分工、合作等创造性活动萎缩,反之只要存在激励机制诱使企业和个人积极地进行生产创造,经济就会繁荣;过高的税收、过多的干预、过于繁杂的法律、低下的行政效率而将企业家才能引至寻租等非生产性的破坏活动中(Baumol, 1990)。但制度理论可能难以解释处于相同或相似制度环境下的企业组织并非都采取或不采取败德行为。压力理论对企业为何从事败德行为进行了分析,主要是认为当公司一旦处于财务困境或面临组织衰败就可能倾向于通过这种非正式的经济活动提高企业的生存机会(Baucus, 1994)。不过该理论对压力的理解相对地比较狭隘,即只关注到了“穷的没钱做坏事”的情况,但实际上不少业绩比较优秀的企业也可能从事败德行为(Mishina et al., 2010)。

本文认为对于“压力”要进行更为深入的理解。假定决策者具有向上比较的动机,正如社会心理学的一些支持者(Festinger, 1954; Wood, 1989)所预测的那样,那么这种压力就有可能是源自公司所设定的期望水平过高,以至于企业经常处于一种“落差”状态。尤其是对于那些在使命陈述里明确地对外公布了其赶超战略的组织而言其所感知到的压力可能会更大。基于前景理论与企业行为理论的基本原理就可以推导出压力将导致冒险性行为,比如变革,这已得到不少学者的经验支持(Labianca and Fairbank, 2005; Labianca et al., 2009)。但对于这种赶超压力是否足以导致公司采取败德行为,这一问题还未引起学者的充分关注。本文就此问题进行了深入的理论探讨,并基于2007~2012年上市公司的数据进行了实证研究,主要得到以下研究结论:第一,管理者具有向上比较的倾向,甚至在使命陈述中将追求“第一”作为其战略目标,这种制度化的赶超战略对公司的管理者产生一定的压力。在这种制度化的赶超压力背景下公司具有从事败德行为的动机,即压力越大则公司从事违规经营的可能性就越高,在寻租这种非生产性活动中的投入也会越多。第二,行业环境、资本市场证券分析师的评价等外部环境所带来的竞争性威胁对赶超压力的作用产生显著的调节作用。一方面,行业竞争度的上升将进一步促使那些面临赶超压力的

公司采取败德性行为;另一方面,资本市场的证券分析师的低估也增加了那些采取赶超战略公司的竞争压力,进而提高了这些公司的败德性行为。

本文基于社会心理学等理论将制度化的赶超战略作为压力形成的根源,这进一步丰富了压力理论的研究成果;同时,本文基于压力理论、前景理论与企业行为理论等去探讨公司的败德行为,这又为进一步深入理解公司的违规行为、寻租行为等提供了新的视角。但本文的研究仍旧存在一些问题有待于今后进一步完善。比如,赶超战略的形成过程与机制到底是什么,本文虽然基于社会心理学等理论分析了其原因,但并没有进行系统的梳理并建立理论模型;又比如,影响到败德行为的因素还可能由于高管本身具有一种冒险倾向,虽然本文控制了企业高管的年龄、学历、任期等因素所产生的效应,但这些因素本身就很可能是分析败德行为的新的研究方向(Weitzel et al., 2010; 谭亚莉、廖建桥、李骥, 2011)。这些问题都还有待于今后进一步完善。

(作者单位:贺小刚,上海财经大学国际工商管理学院、上海财经大学浙江学院;邓浩、吴诗雨、梁鹏,上海财经大学工商管理学院;责任编辑:尚增健)

注释

①在实际操作中,本文对匹配变量的筛选采取了逐步回归剔除的方式,受篇幅限制,具体的Logit回归过程和结果在文中没有呈现。可以向作者索取。

②此外,本文还采用了半径匹配和核匹配的配对技术,实证结果类似。

③由于页面限制,本文未列示检验结果,可以向作者索取。

参考文献

- (1)陈信元、陈冬华、万华林:《地区差异、薪酬管制与高管腐败》,《管理世界》,2009年第11期。
- (2)陈冬华、陈信元、万华林:《国有企业中的薪酬管制与在职消费》,《经济研究》,2005年第2期。
- (3)杜兴强、陈轲慧、杜颖洁:《寻租、政治联系与“真实”业绩:基于民营上市公司的经验证据》,《金融研究》,2010年第11期。
- (4)冯旭南、李心愉、陈工孟:《家族控制、治理环境和公司价值》,《金融研究》,2011年第3期。
- (5)冯旭南:《债务融资和掠夺——来自中国家族上市公司的证据》,《经济学(季刊)》,2012年第11期。
- (6)赖明勇、包群、彭水军、张新:《外商直接投资与技术外溢——基于吸收能力的研究》,《经济研究》,2005年第8期。
- (7)李新春、陈斌:《企业群体性败德行为与管制失效——对产品质量安全与监管的制度分析》,《经济研究》,2013年第10期。

(8)谭亚莉、廖建桥、李骥:《管理者非伦理行为到组织腐败的衍变过程,机制与干预:基于心理社会微观视角的分析》,《管理世界》,2011年第12期。

(9)涂国前、刘峰:《制衡股东性质与制衡效果——来自中国民营化上市公司的经验证据》,《管理世界》,2010年第11期。

(10)万华林、陈信元:《治理环境、企业寻租与交易成本——基于中国上市公司非生产性支出的经验证据》,《经济学(季刊)》,2010年第1期。

(11)吴一平:《财政分权、腐败与治理》,《经济学(季刊)》,2008年第3期。

(12)张祥建、徐晋、徐龙炳:《高管精英治理模式能够提升企业绩效吗?——基于社会连带关系调节效应的研究》,《经济研究》,2015年第3期。

(13)庄子银:《创新、企业家活动配置与长期经济增长》,《经济研究》,2007年第8期。

(14) Agnew, Robert, Nicole Leeper Piquero and Francis T. Cullen, 2009, *The Criminology of White-Collar Crime*, New York: Springer.

(15) Ansoff, H. I., 1979, *Strategic Management*, London: Macmillan.

(16) Audia P. G. and Greve, H. R., 2006, “Less Likely to Fail? Low Performance, Firm Size, and Factory Expansion in the Shipbuilding Industry”, *Management Science*, Vol. 52, pp.83~94.

(17) Barney, Jay, 1991, “Firm Resources and Sustained Competitive Advantage”, *Journal of Management*, Vol. 17(1), pp.99~120.

(18) Baucus, M. S., 1994, “Pressure, Opportunity and Pre-disposition: A Multivariate Model of Organization Illegality”, *Journal of Management*, Vol. 20, pp.699~721.

(19) Baucus, M. S. and Near, J. P., 1991, “Can Illegal Corporate Behavior Be Predicted? An Event History Analysis”, *Academy of Management Journal*, Vol. 34(1), pp.9~36.

(20) Baumgartner, F. R., Grossman, E. and Brouard S., 2009, “Agenda-Setting Dynamics in France: Revisiting the ‘Partisan Hypothesis’”, *French Politics*, Vol. 7(2), pp.57~95.

(21) Baumol, W. J., 1990, “Entrepreneurship: Productive, Unproductive, and Destructive”, *Journal of Political Economy*, Vol. 98, pp.893~921.

(22) Beneish, M. D., 1999, “Incentives and Penalties Related to Earnings Overstatements that Violate GAAP”, *Accounting Review*, Vol. 74(4), pp.425~457.

(23) Bertrand, M., Bombardini, M. and Trebbi, F., 2011, “Is it Whom you Know or What you Know? An Empirical Assessment of the Lobbying Process”, Working Paper, University of Chicago.

(24) Bhidé A. V., 2000, *The Origin and Evolution of New Business*, Oxford University Press.

(25) Bowman, E. H., 1980, “A Risk/Return Paradox for Strategic Management”, *Sloan Management Review*, Vol. 21(3), pp.17~31.

(26) Bowen, H. and De Clercq, D., 2008, “Institutional Context and the Allocation of Entrepreneurial Effort”, *Journal of International Business Studies*, Vol. 39, pp.747~67.

(27) Bromiley, P., 1991, “Testing a Causal Model of Corporate Risk Taking and Performance”, *Academy of Management Journal*, Vol. 34(1), pp.37~59.

- (28) Bureau, S. and Fendt, J., 2011, "Entrepreneurship in the Informal Economy: Why it Matters", *The International Journal of Entrepreneurship and Innovation*, Vol. 12(2), pp.85~94.
- (29) Chen, W. R. and Miller, K. D., 2007, "Situational and Institutional Determinants of Firms' R&D Search Intensity", *Strategic Management Journal*, Vol. 28(4), pp.369~381.
- (30) Chrisman, J. J. and Patel, P. C., 2012, "Variations in R&D Investments of Family and Nonfamily Firms: Behavioral Agency and Myopic Loss Aversion Perspectives", *Academy of Management Journal*, Vol. 55(4), 976~997.
- (31) Clinard, Marshall, B. and Peter, C. Yeager, 1980, *Corporate Crime*, New York and London: The Free Press
- (32) Collis David J. and Montgomery Cynthia A., 1995, *Competing on Resources: Strategy in the 1990s*, Harvard Business.
- (33) Desai and Acs, 2007, "Theory of Destructive Entrepreneurship", Jena Economic Research Papers, Working Paper.
- (34) Desai, P. and Purohit, D., 1998, "Leasing and Selling: Optimal Marketing Strategies for a Durable Goods Firm", *Management Science*, Vol. 44(11), pp.19~34.
- (35) Driscoll, J. C. and Kraay, A. C., 1998, "Consistent Covariance Matrix Estimation with Spatially Dependent Panel Data", *Review of Economics and Statistics*, Vol. 80(4), pp.549~560.
- (36) Festinger and Leon, 1954, "A Theory of Social Comparison Processes", *Human Relations*, Vol. 7(2), pp.117~140.
- (37) Fiegenbaum, A., Hart, S. and Schendel, D., 1996, "Strategic Reference Point Theory", *Strategic Management Journal*, Vol. 17(3), pp.219~235.
- (38) Gentry, R. J. and Shen, W., 2013, "The Impacts of Performance Relative to Analyst Forecasts and Analyst Coverage on Firm R&D Intensity", *Strategic Management Journal*, Vol. 34, pp.121~130.
- (39) Gooding, Richard, Z., Sanjay Goel and Robert M. Wiseman., 1996, "Fixed versus Variable Reference Points in the Risk-Return Relationship", *Journal of Economic Behavior and Organization*, Vol. 29(2), pp.331~350.
- (40) Greve, H. R., 1998, "Managerial Cognition and the Mimetic Adoption of Market Positions: What you See is What you Do", *Strategic Management Journal*, Vol. 19(10), pp.967~988.
- (41) Greve, H. R., 2003c, *Organizational Learning from Performance Feedback*, Cambridge, UK: Cambridge University Press.
- (42) Greve, H. R., Palmer D. and Pozner J. E., 2010, "Organizations Gone Wild: The Causes, Processes and Consequences of Organizational Misconduct", *Academic. Management Annals*, Vol. 4(1), pp.53~107.
- (43) Guo, Y., 2008, "Corruption in Transitional China: An Empirical Analysis", *The China Quarterly*, Vol. 194, pp.349~364.
- (44) Haushalter, D., Klasa, S., and Maxwell, W. F., 2007, "The Influence of Product Market Dynamics on a Firm's Cash Holdings and Hedging Behavior", *Journal of Financial Economics*, Vol. 84(3), pp.797~825.
- (45) Heath, C., Huddart, S. and Lang, M., 1999, "Psychological Factors and Stock Option Exercise", *The Quarterly Journal of Economics*, pp.601~627.
- (46) Jensen, M. C. and Meckling, W. H., 1976, "Theory of Firm: Managerial Behavior, Agency Costs and Ownership Structure", *The Journal of Finance*, Vol. 3(4), pp.305~360.
- (47) Kahneman, D. and Tversky, A., 1979, "Prospect Theory: An Analysis of Decision under Risk", *Journal of the Econometric Society*, Vol. 4, pp.263~291.
- (48) Kameda, Tatsuya and James, H. Davis, 1990, "The Function of the Reference Point in Individual and Group Risk Decision Making", *Organizational Behavior and Human Decision Processes*, Vol. 46, pp.55~76.
- (49) Keay, A. and Zhang, H., 2008, "Incomplete Contracts, Contingent Fiduciaries and a Director's Duty to Creditors", *Melbourne University Law Review*, The University of Melbourne.
- (50) Ketchen, D. J. and Palmer, T. B., 1999, "Strategic Responses to Poor Organizational Performance: A Test of Competing Perspectives", *Journal of Management*, Vol. 21, pp.683~706.
- (51) Kim, K. H. and Tsai, W., 2012, "Social Comparison among Competing Firms", *Strategic Management Journal*, Vol. 2(33), pp.115~136.
- (52) Kriesberg, S. M., 1976, "Decision Making Models and The Control of Corporate Crime", *Yule Law Journal*, Vol. 85(8), pp.1091~1129.
- (53) Labianca, G. and Fairbank J. F., 2005, "Inter-organizational Monitoring: Process, Choices, and Consequences", *Advances in Strategic Management*, Vol. 22, pp.117~50.
- (54) Labianca, G., Fairbank, J. F., Andreovski, G. and Parzen, M., 2009, "Striving toward the Future: Aspiration-Performance Discrepancies and Planned Organizational Change", *Strategic Organization*, Vol 7(4), pp.433~466.
- (55) Lant, T. K., 1992, "Aspiration Level Adaptation: An Empirical Exploration", *Management Science*, Vol. 38, pp.623~644.
- (56) Larson, J. R., 1989, "The Dynamic Interplay between Employees' Feedback-Seeking Strategies and Supervisors' Delivery of Performance Feedback", *Academy of Management Review*, Vol. 14(3), pp.408~422.
- (57) Lehner, M. L., 2000, "Shifts of Reference Points for Framing of Strategic Decisions and Changing Risk-Return Associations", *Management Science*, Vol. 46, pp.63~76.
- (58) Levinthal, D. and March, J. G., 1981, "A Model of Adaptive Organizational Search", *Journal of Economy Behavior and Organization*, Vol. 2, pp. 307~333.
- (59) Lin, C. H. and Tsai, C., 2006, "Comparisons and Advertising: The Route from Comparisons to Effective Advertising", *Journal of Business and Psychology*, Vol. 21(1), pp.23~44.
- (60) MacLean, T., 2008, "Framing and Organizational Misconduct: A Symbolic Interaction is Study", *Journal of Business Ethics*, Vol. 78, pp.3~16.
- (61) Maddala, G. S., 1983, *Limited-dependent and Qualitative Variables in Economics*, Cambridge University Press.
- (62) March, J. G. and Shapira Z., 1987, "Managerial Perspectives on Risk and Risk Taking", *Management Science*, Vol. 33(11), pp.1404~1418.
- (63) March, J. G., 1988, "Variable Risk Preferences and Adaptive Aspirations", *Journal of Economy Behavior and Organization*, Vol. 2, pp.9~24.
- (64) March, J. G. and Shapira Z., 1992, "Variable Risk Preferences and the Focus of Attention", *Psychological Review*, Vol. 99(1), pp.172~183.
- (65) March, J. and H. A. Simon, 1958, *Organizations*, John Wiley, New York.

- (66) March J. G., 1991, "Exploration and Exploitation in Organizational Learning", *Organization Science*, Vol. 2(1), pp.71~87.
- (67) Markus, H. and Nurius, P., 1986, "Possible Selves", *American Psychologist*, Vol. 41, pp.954~69.
- (68) Martins, L. L., 2005, "A Model of the Effects of Reputational Rankings on Organizational Change", *Organization Science*, Vol. 16, pp.701~20.
- (69) Massini, S., Lewin, A. Y. and Greve, H. R., 2005, "Innovators and Imitators: Organizational Reference Groups and Adoption of Organizational Routines", *Research Policy*, Vol. 34, pp.1550~1569.
- (70) Merton, Robert K., 1968, *Social Theory and Social Structure*, Glencoe, Free Press.
- (71) Mezas, J. M., 2002, "Identifying Liabilities of Foreignness and Strategies to Minimize their Effects: The Case of Labor Lawsuit Judgments in the United States", *Strategic Management Journal*, Vol. 23, pp.229~244.
- (72) Mezas, S. J., Chen, Y. R. and Murphy, P., 2002, "Adaptive Aspirations in an American Financial Services Organization: A Field Study", *Management Science*, Vol. 48, pp.1285~1300.
- (73) Mishina, Y., Dykes, B. J., Block, E. S. and Pollock, T. G., 2010, "Why 'Good' Firms Do Bad Things: The Effects of High Aspirations, High Expectations, and Prominence on the Incidences of Corporate Illegality", *Academy of Management Journal*, Vol. 53(4), pp.701~722.
- (74) Moliterno, Thomas P. and Christine M. Beckman, 2009, "Who's in First? Social Aspirations and Organizational Change", Working Paper.
- (75) Moran P., Ghoshal S., 1999, "Markets, Firms, and the Process of Economic Development", *Academy of Management Review*, Vol. 24(3), pp.390~412.
- (76) Oliver, C. and Holzinger, I., 2008, "The Effectiveness of Strategic Political Management: A Dynamic Capabilities Framework", *Academy of Management Review*, Vol. 33(2), pp.496~520.
- (77) Palmer T. B. and Wiseman, R. M., 1999, "Decoupling Risk Taking from Income Stream Uncertainty: A Holistic Model of Risk", *Strategic Management*, Vol. 20, pp.1037~1062.
- (78) Pfeffer, J. and Salancik, G. R., 1978, *The External Control of Organizations: A Resource Dependence Perspective*, Prentice-Hall, New York.
- (79) Porter M. E., 1980, *Competitive Strategy*, Simon and Schuster US.
- (80) Rudy, B. C. and Johnson, A. F., 2013, "Performance, Aspirations, and Market versus Nonmarket Investment", *Journal of Management*, Vol. 10, pp.1~24.
- (81) Ruvulo, A. P. and Markus, H. R., 1992, "Possible Selves and Performance: The Power of Relevant Self-Imagery", *Social Cognition*, Vol. 10, pp.95~124.
- (82) Schneider, Sandra L., 1992, "Framing and Conflict: Aspiration Level Contingency, the Status Quo, and Current Theories of Risky Choice", *Journal of Experimental Psychology: Learning, Memory, and Cognition*, Vol. 8(5), pp.1040.
- (83) Simon, H. A., 1976, *Administration Behavior: A Study of Decision-making Process in Administration Organization*, New York: Macmillan Publishing.
- (84) Skinner, D. and R. Sloan, 2002, "Earnings Surprises, Growth Expectations, and Stock Returns or Don't Let an Earnings Torpedo Sink Your Portfolio", *Review of Accounting Studies*, Vol.17(2-3), pp.289~312.
- (85) Sobel, R. S., 2008, "Testing Baumol: Institutional Quality and the Productivity of Entrepreneurship", *Journal of Business Venturing*, Vol. 23, pp.641~655.
- (86) Staw, B. M., Sandelands, L. E. and Dutton, J. E., 1981, "Threat-Rigidity Effects in Organizational Behavior: A Multilevel Analysis", *Administrative Science Quarterly*, Vol. 26, pp.501~524.
- (87) Suchman, M. C. 1995, "Managing Legitimacy: Strategic and Institutional Approaches", *Academic Management Review*, Vol. 20(3), pp.571~610.
- (88) Tang, Zhi and Clyde Hull, 2012, "An Investigation of Entrepreneurial Orientation, Perceived Environmental Hostility and Strategy Application among Chinese SMEs", *Journal of Small Business Management*, Vol. 50(1), pp.132~158.
- (89) Tesser, A., Millar, M. and Moore, J., 1988, "Some Affective Consequences of Social Comparison and Reflection Processes: The Pain and Pleasure of Being Close", *Journal of Personality and Social Psychology*, Vol. 54(1), pp.49.
- (90) Vaughan, D., 1999, "The Dark Side of Organizations: Mistake, Misconduct and Disaster", *Annual Review of Sociology*, Vol. 5(1), pp.271~305.
- (91) Weitzel, U., Urbig, D., Desai, S., Sanders, M. and Acs, Z., 2010, "The Good, the Bad and the Talented: Entrepreneurial Talent and Selfish Behavior", *Journal of Economic Behavior & Organization*, Vol. 76(1), pp.64~81.
- (92) Wilmot, W. and J. Hocker, 2001, *Interpersonal Conflict*, New York: McGraw-Hill, Inc.
- (93) Wiseman, R. M. and Bromiley, P., 1996, "Toward a Model of Risk in Declining Organizations: An Empirical Examination of Risk, Performance and Decline", *Organization Science*, Vol. (7), pp.524~543.
- (94) Wood and Joanne V., 1989, "Theory and Research Concerning Social Comparisons of Personal Attributes", *Psychological Bulletin*, Vol. 106(2), pp.231~241.
- (95) Yujun Lian, Zhi Su and Yuedong Gu, 2011, "Evaluating the Effects of Equity Incentives Using PSM: Evidence from China", *Frontiers of Business Research in China*, Vol. 5(2), pp.266~290.
- (96) Zhang, X. M., Bartol, K. M., Smith, K. G., Pferrer, M. and Khanin, D., 2008, "CEO on the Edge: Earnings Manipulation and Stock-Based Incentive is Alignment", *Academy of Management Journal*, Vol. 51(2), pp.241~258.
- (97) Zucker L. G., 1987, "Normal Change or Risky Business: Institutional Effects on the 'Hazard' of Change in Hospital Organizations", *Journal of Management Studies*, Vol. 24, pp.671~700.