

行业竞争度、管理者过度自信与公司战略差异度

孙洪锋, 刘 嫦(教授), 杨茜雅

【摘要】以2009~2017年沪深A股上市公司为研究样本,基于行为金融理论深入研究管理者过度自信对公司战略差异度的影响机理以及行业竞争度对二者关系的调节作用,并进一步考察差异化战略对公司竞争优势的作用效应。研究发现,管理者过度自信与公司战略差异度显著正相关,即过度自信的管理者促进了公司实施差异化战略的倾向,而行业竞争度明显增强了二者之间的关系。进一步研究发现,差异化战略增强公司竞争优势的作用依赖于良好的内控质量,且上述效应在行业竞争度高的公司更突出。该研究结论不仅丰富了管理者过度自信与公司战略研究领域的相关文献,也为公司管理者的聘任决策和战略选择提供了启示和借鉴。

【关键词】过度自信; 战略差异度; 行业竞争度; 竞争优势; 内控质量

【中图分类号】F276 **【文献标识码】**A **【文章编号】**1004-0994(2019)18-0115-9

一、引言

Hitt^[1]认为,战略是公司设计用来开发核心竞争力和获取竞争优势的一系列综合协调的约定和行动。一般来说,同一行业因面临着相似的宏观经济环境、市场监管环境和行业结构特征,往往会形成一套常规战略模式^[2]。基于风险规避和获取存续发展资源的考虑,大部分公司会选择追随行业常规战略,以增强公司发展的稳定性^[3]。但在竞争加剧、行业利润率普遍低迷的现实情境下,也有不少公司会选择剑走偏锋,以期通过实施区别于行业常规的差异化战略来获得竞争优势和超额收益。

战略差异度反映了公司战略偏离行业常规战略的程度^[4,5]。关于战略差异度的研究,国外学者主要从CEO权力和薪酬结构^[6]、行业竞争环境^[7]以及竞争优势获取^[8]等角度阐释了公司实施差异化战略的动因,并从业绩波动性方面讨论了战略差异度的经济后果^[4]。国内学者的相关研究则多集中于探讨战略差异度对会计信息的价值相关性^[5]、对财务决

策^[9]以及盈余管理^[10]的影响等方面。鲜有文献涉及战略差异度的驱动因素,尤其是从行为金融理论的视角来考察管理者特征是否影响公司战略选择的研究尚付阙如。

近年来,随着行为金融学的蓬勃发展,学者们开创性地将行为学、社会学和心理学引入对公司经营决策的研究中,打破了管理者完全理性的假说。如Shefrin^[11]研究发现,管理者并非是完全理性的决策人,过度自信会使管理者产生认知和行为方面的偏差,进而做出非理性决策。现有研究表明,过度自信往往使得管理者高估自身能力和项目决策成功的可能性,认为自己能够胜任更具难度和挑战性的任务,且认为自身经营的企业成功的概率高于其他企业,却低估项目决策的风险和失败的概率^[12]。在此心理偏差的引导下,管理者过度自信既可能会降低公司的投资效率^[13]、抑制IPO溢价^[14]、提高公司财务风险^[12],带来公司的“价值毁灭”,同时又可能会增加公司的研发创新^[15,16]、提高公司绩效^[17]。在上述研究的基础上,本文试图进一步探索管理者过度自

【基金项目】国家社会科学基金项目“创新驱动战略下企业成本费用粘性与创新绩效研究”(项目编号:17BJY030);兵团社会科学基金项目“兵团工业转型升级的资金支持研究”(项目编号:17YB08)

信与战略差异度之间的关系。一方面,关于管理者过度自信对公司价值的影响尚存在争议;另一方面,如何获取竞争优势,保障经营安全,已经成为转型经济背景下管理者亟待解决的难题。而差异化战略作为公司开展商业模式创新、打造个性化产品和服务,以及谋求持续竞争优势的重要战略选择^[8],对公司的价值创造和长远发展具有重要影响。因此,开展相关主题的研究具有重要的理论和现实意义。

本文可能的贡献在于:①基于行为金融理论考察了管理者过度自信对公司战略差异度的影响,并进一步分析了这种影响的经济后果,印证了管理者过度自信这一心理偏差对公司战略选择的影响,丰富了管理者过度自信领域的相关文献。②从行为金融学视角探讨公司战略差异度的动因理论,并将行业竞争度纳入同一研究框架,考察了不同情境下公司战略模式选择的差异,不仅弥补了现有研究的不足,也丰富和拓展了公司战略研究领域的相关文献及研究边界。③本文的研究发现还具有一定的实践价值。一方面,研究在一定程度上佐证了以往关于过度自信的积极作用的结论,有助于公司完善管理者的聘任和考核机制,为其甄别和选拔管理人才提供了一定的借鉴和参考;另一方面,研究发现差异化战略在较高内控质量的条件下可以帮助公司建立市场竞争优势,这为经济新常态下公司制定和实施适宜的战略决策以及提高内控质量提供了重要启示。

二、理论分析与研究假设

(一)管理者过度自信与公司战略差异度

行为金融学的研究表明,过度自信会使管理者产生认知和行为方面的偏差,使得他们高估自身能力和对信息的掌握度,认为自己能够胜任更具难度和挑战性的任务,且认为自身经营的企业成功的概率要高于其他企业,进而导致过度自信的管理者在制定和实施战略决策时,不自觉地会高估项目成功的概率和收益,而低估项目决策的风险和失败的概率^[16]。这种心理偏差使得管理者更具冒险精神和企业家精神^[14],更偏好风险承担和商业竞争^[18],进而更青睐实施高风险、高收益的战略决策。

新制度经济学理论强调,每个行业因为面临着相似的宏观经济环境、市场监管环境和行业结构特征,往往会形成一套常规战略模式,行业内的公司为避免与现有法律法规的冲突和获取公司存续发展所

需要的资源,会选择追随行业常规战略,以降低经营活动所面临的不确定性风险,增强公司发展的稳定性^[2]。一方面,采取行业常规战略意味着公司放弃了获取持续竞争优势和超额收益的机会,只能得到行业平均利润率,业绩相对来说比较平庸。另一方面,实施差异化战略则意味着公司面临较少的竞争,更易于获取竞争优势和超额收益,而且一旦实施成功,由于难以被其他公司模仿和赶超,因而公司能够持续保持竞争优势,长期提升公司绩效。管理学研究表明,在产品和服务竞争日益加剧的情况下,公司会寻求转变经营模式,采用差异化战略来获取竞争优势^[19]。因此,差异化战略作为一种高风险、高收益的战略决策,可能会更受过度自信管理者的青睐。理由如下:

其一,随着经济全球化的深入发展和国民生活质量的快速提升,现代消费需求具有多样化、个性化和高端化的倾向^[20],传统的生产方式和产品服务难以满足市场需求,企业需要积极创新变革,只有推出新产品和个性化服务,才能巩固并扩大市场份额。然而,在转型经济背景下,经济形势变幻莫测,市场竞争复杂多变,企业战略变革面临的不确定性陡增,易取得极端业绩,进而抑制了企业实施战略变革的意愿。但过度自信的管理者往往高估自身能力和对信息的掌握度,认为自己能够解决更具挑战性的难题,且认为自身经营的企业成功的概率高于其他企业,因而他们更倾向于高估实施差异化战略成功的概率及带来的收益,而低估差异化战略失败的概率和损失。在更具冒险精神和风险承担精神的心理驱动下,过度自信的管理者可能会更青睐于采取差异化战略以夺取竞争优势。

其二,实施异于行业常规的战略,公司所面临的来自组织内部、行业及政府的压力和阻力都会增大,战略实施的困难度和挑战性更强。然而,战略一旦实施成功,则意味着管理者更具企业家才能,管理者的薪酬报偿及在经理人市场上的声誉也会随之提高。过度自信的管理者相比非过度自信的管理者对于成功有着更强烈的偏好,期望通过更具挑战性的战略实施来证明自己的能力^[16]。如Galasso等^[15]的研究表明,过度自信的管理者更倾向于偏离公司既定战略,实施更具挑战性和风险性的科技型战略。综上所述,本文提出如下假设:

H1:管理者过度自信与公司战略差异度显著正相关。

(二)行业竞争度对管理者过度自信与战略差异度关系的影响效应

Porter^[21]指出,行业结构对决定博弈的竞争规则以及公司潜在战略的选择具有重要影响,行业竞争趋于激烈会激化公司的战略变革,特别是在竞争过度的情况下,差异化战略为公司创造了避免竞争的隔离层。产业组织理论强调,行业竞争程度对公司战略选择具有决定性作用,竞争会促进公司实施战略变革^[22]。产品市场竞争作为公司经营的重要外部环境和无法规避的外在压力,会威胁产品的市场价格和市场份额,削弱公司的盈利能力。而依据前景理论的基本观点,相对于处在潜在的获益状态,处于潜在的损失风险下公司更可能从事高风险活动^[23]。结合我国转型经济背景来说,伴随着市场竞争的加剧,传统的行业常规战略加大了公司获取竞争优势的难度,同时行业竞争的淘汰机制和掠夺效应也进一步强化了公司间普遍面临的生存压力和成长压力,公司有实施战略变革的外在压力。

差异化战略作为一种高风险高收益的竞争战略,通过研发创新、品牌营销以及为客户提供个性化产品和服务,可以为公司建立牢固的客户关系,进而帮助公司获取竞争优势。但战略差异度过大也可能使公司陷入“成本泥潭”,导致市场份额丧失和竞争力下降^[21]。因此,对所处行业竞争度较低的公司而言,由于缺乏市场竞争的外在压力和实施差异化战略潜在的市场风险,管理者即使存在过度自信心理偏差,实施差异化战略而剑走偏锋的倾向也可能较弱。相反,对所处行业竞争度较高的公司来说,竞争压力的威胁效应和实施差异化战略带来的潜在竞争优势刺激,可能会强化管理者过度自信与公司战略差异度之间的关系。如Galasso等^[15]研究发现,行业竞争程度会显著促进过度自信的管理者实施高风险和高不确定性的创新行为。据此,本文提出如下假设:

H2:行业竞争程度越高,管理者过度自信与公司战略差异度之间的正向关系越显著。

三、研究设计与描述性统计

(一)样本选择和数据来源

本文选择沪深两市A股上市公司为研究样本,研究区间为2009~2017年。样本筛选标准包括:①剔除ST和PT类上市公司;②剔除金融保险类上市公司;③剔除财务数据严重缺失及管理者特质资

料缺失的样本公司;④剔除资不抵债及销售收入小于0等异常值类公司。经过上述筛选,最终得到15474个样本观测值。此外,为控制极端值对研究结论的影响,本文对所有连续变量进行了1%和99%的Winsorize处理。样本公司的数据均来自CSMAR数据库,使用的统计及数据处理软件为Stata 15。

(二)变量定义及模型设计

1. 主要变量定义。

(1)战略差异度(DS)。战略差异度是指公司战略偏离行业常规战略的程度,本文借鉴叶康涛等^[5]的研究,具体计算过程如下:

首先,选取反映公司战略的六个指标:①广告和宣传投入(销售费用/营业收入);②研发投入(无形资产净值/营业收入);③资本密集度(固定资产净值/员工人数);④固定资产更新程度(固定资产净值/固定资产原值);⑤管理费用投入(管理费用/营业收入);⑥企业财务杠杆[(短期借款+长期借款+应付债券)/权益账面价值]。由于我国上市公司较少单独披露广告费用和研发费用,因此分别采用销售费用和无形资产净值来近似代替广告费用和研发费用。其次,将这六个维度的指标减去各自年度行业平均值并除以年度行业标准差予以标准化,然后取绝对值,从而得到每个公司在各维度上偏离行业平均水平的程度。最后,对六个标准化后的战略指标取均值,得到战略差异度指标DS,DS数值越大,表明企业的战略差异越大。

(2)管理者过度自信(Overcon)。高管薪酬作为公司对管理者企业家才能的评价,管理者薪酬越高,意味着其才能越突出、地位越重要,也就越容易助长管理者的过度自信心理。本文借鉴姜付秀等^[12]的方法,采用薪酬最高的前三名高管薪酬之和占全部高管薪酬的比例来衡量管理者过度自信。

(3)行业竞争度(Cm)。本文参考姜付秀等^[24]的研究,选用反映企业绩效和流动性的主营业务利润率、存货周转率和应收账款周转率三个指标作为反映产品市场竞争的替代变量,并对其取倒数变为正指标进行主成分分析,得到一个反映市场竞争程度的综合指数Cm,该指数越大,表示产品市场竞争越激烈。

2. 模型设计。为检验本文的研究假设,建立如下多元回归模型:

$$DS = \beta_0 + \beta_1 \text{Overcon} + \beta_2 \text{Controls} + \text{Fixed effects} + \varepsilon \quad (1)$$

其中：被解释变量DS为战略差异度的衡量指标；解释变量Overcon为管理者过度自信的衡量指标。控制变量包括：公司规模(Size)、资产负债率(Lev)、销售增长率(Ros)、营运资本(Wcapital)、有形资产比重(PPE)、员工规模(Eint)、盈利能力(Roa)、市场份额(Share)、亏损变量(Loss)、股权集中度(Shrhfd10)、董事会规模(Bsize)、两职合一(Dual)、独董比例(Indep)、公司年龄(Age)、产权性质(Soe)。各变量定义详见表1。此外，本文还加入了年度与行业虚拟变量，以控制年度与行业固定效应。

表1 变量定义

变量名称	变量符号	变量说明
战略差异度	DS	参考叶康涛等 ^[5] 的方法
管理者过度自信	Overcon	薪酬最高的前三名高管薪酬之和占全部高管薪酬的比例
行业竞争度	Cm	具体做法见前文
公司规模	Size	期末总资产的自然对数
资产负债率	Lev	期末负债总额与总资产的比率
销售增长率	Ros	当年营业收入与上年营业收入之差除以上年营业收入
营运资本	Wcapital	流动资产减去流动负债除以年初资产总额
有形资产比重	PPE	固定资产与存货之和除以资产总额
员工规模	Eint	员工总人数的自然对数
盈利能力	Roa	净利润除以资产总额
市场份额	Share	公司营业收入占行业总营业收入的比重
亏损变量	Loss	公司当年净利润为负时，取值为1，否则取0
股权集中度	Shrhfd10	第一大股东持股比例/第二到十大股东持股比例之和，小于1时取1，否则取0
董事会规模	Bsize	董事会人数高于样本均值时取1，否则取0
两职合一	Dual	当董事长和总经理为同一人时，取值为1，否则为0
独董比例	Indep	独立董事人数除以董事会总人数
公司年龄	Age	公司成立时间的自然对数
产权性质	Soe	公司为国有企业时，取值为1，否则为0

3. 描述性统计。表2报告了主要变量的描述性

统计结果。结果显示，战略差异度(DS)的均值和中值分别为0.613和0.535，最小值和最大值分别为0.179和2.135，标准差为0.332，说明行业内各企业的战略存在较大差异。管理者过度自信(Overcon)的均值和中值分别为0.408和0.388，最小值和最大值分别为0.188和0.812，标准差为0.124，说明我国上市公司管理者普遍存在过度自信，且不同企业间管理者过度自信的程度存在较大差异。行业竞争度(Cm)的均值和中值均为0，最小值和最大值分别为-0.275和0.272，标准差为0.052，说明不同行业的竞争程度存在较大区别。

表2 描述性统计

变量	样本量	均值	标准差	最小值	P25	中值	P75	最大值
DS	15474	0.613	0.332	0.179	0.401	0.535	0.722	2.135
Overcon	15474	0.408	0.124	0.188	0.318	0.388	0.476	0.812
Cm	15474	0	0.052	-0.275	-0.007	0	0.008	0.272
Size	15474	22.14	1.259	19.76	21.23	21.96	22.86	26
Lev	15474	0.438	0.210	0.050	0.269	0.435	0.600	0.886
Ros	15474	0.206	0.465	-0.522	-0.013	0.122	0.297	3.066
Wcapital	15474	0.260	0.296	-0.418	0.0540	0.249	0.459	1.077
PPE	15474	0.384	0.180	0.037	0.248	0.373	0.510	0.807
Eint	15474	7.709	1.250	4.682	6.876	7.647	8.485	11.13
Roa	15474	0.038	0.048	-0.142	0.013	0.034	0.062	0.185
Share	15474	0.009	0.021	0	0.001	0.002	0.007	0.143
Loss	15474	0.084	0.278	0	0	0	0	1
Shrhfd10	15474	0.320	0.467	0	0	0	1	1
Bsize	15474	0.661	0.474	0	0	1	1	1
Dual	15474	0.242	0.428	0	0	0	0	1
Indep	15474	0.373	0.054	0.333	0.333	0.333	0.429	0.571
Age	15474	2.227	0.695	0.693	1.792	2.398	2.833	3.219
Soe	15474	0.414	0.493	0	0	0	1	1

表3报告了单变量统计检验结果。其中，管理者过度自信(Overcon)按照中值进行分组，如果管理者过度自信(Overcon)大于中值则取1，定义为管理者过度自信组，否则取0，定义为管理者非过度自信组。结果显示，在管理者过度自信组，战略差异度的均值和中值分别为0.638和0.552，其绝对值都大于管理者非过度自信组相应的值0.589和0.522，并且均值检验和中位数检验均在1%的水平上显著，初步表明管理者过度自信与公司战略差异度呈正相关关系。

表 3 单变量检验

变量	平均值检验			中位数检验		
	Overcon =1	Overcon =0	T 检验	Overcon =1	Overcon =0	Z 检验
DS	0.638	0.589	0.049***	0.552	0.522	-44.307***

注:***表示在1%的水平上显著。

四、实证结果与分析

(一)管理者过度自信与公司战略差异度关系的基本检验

表4报告了管理者过度自信与公司战略差异度的回归结果。结果显示,无论是否引入控制变量和行业,年份虚拟变量,回归系数 β_1 至少在5%的水平上显著为正。上述结果均表明,管理者过度自信与公司战略差异度显著正相关,即过度自信的管理者会更倾向于实施差异化战略,验证了H1。另外,公司规模(Size)的回归系数为负,表明公司规模越大,战略差异度越小,这可能是因为公司规模越大,其内部规章制度和公司治理机制更完善,一定程度上制约了过度自信管理者实施高风险、高不确定性的差异化战略倾向^[21];资产负债率(Lev)的回归系数显著为正,表明公司的风险承担能力越强,公司战略偏离行业常规模式的程度越高。

(二)内生性检验

上述回归分析可能存在内生性问题,为控制内生性问题的影响,本文采用多种方法以减少这一问题带来的偏差。

1. 引入滞后一期的管理者过度自信(Lovercon)进行回归。限于篇幅,仅列示了主要变量的回归结果,如表5中列(1)所示,Lovercon的回归系数为0.092,在5%的水平上显著,这说明结果依然稳健。

2. 工具变量法。参考Srinidhi等^[25]的研究,将上一年度同行业其他公司高管过度自信程度的均值作为工具变量,并验证了工具变量的有效性,采用两阶段最小二乘法进行检验,表5列(2)报告了第二阶段的回归结果。结果显示,工具变量(Iv_Overcon)的回归系数为1.477,在1%的水平上显著,说明基本结论没有发生变化。

3. 倾向得分匹配法。为控制遗漏变量的影响,进一步采用倾向得分匹配法予以检验。具体地,按过度自信变量(Overcon)的中值进行分组,如果大于中值则取1,定义为管理者过度自信组,否则取0,定义为管理者非过度自信组,然后使用该哑变量对所

管理者过度自信与公司战略差异度关系的基本检验

变量	(1)	(2)	(3)
	DS	DS	DS
Overcon	0.229*** (5.292)	0.093** (2.428)	0.097** (2.499)
Size		-0.035*** (-4.946)	-0.010 (-1.254)
Lev		0.101*** (2.671)	0.123*** (2.776)
Ros		0.000 (0.026)	-0.004 (-0.511)
Wcapital		-0.096*** (-4.326)	-0.064** (-2.411)
PPE		-0.425*** (-12.964)	-0.418*** (-10.425)
Eint		-0.025*** (-3.749)	-0.041*** (-5.412)
Roa		-0.565*** (-4.575)	-0.718*** (-5.630)
Share		1.680*** (7.628)	1.235*** (4.645)
Loss		0.165*** (9.242)	0.157*** (8.863)
Shrhfd10		0.004 (0.445)	0.008 (0.779)
Bsize		-0.013 (-1.061)	-0.021* (-1.741)
Dual		0.008 (0.759)	0.011 (1.085)
Indep		0.008 (0.071)	-0.012 (-0.110)
Age		0.030*** (3.684)	0.052*** (5.724)
Soe		-0.001 (-0.107)	-0.019 (-1.589)
Cons	0.520*** (30.035)	1.612*** (12.537)	1.246*** (8.227)
行业/年份	未控制	未控制	控制
样本量	15474	15474	15474
调整R ²	0.007	0.122	0.145

注:***、**、*分别表示在1%、5%、10%的水平上显著;括号内为T值;回归系数标准误差经Cluster调整(Cluster by Firm)。下同。

有控制变量进行回归,得到各个观测值的分数;基于这个分数,将管理者过度自信与管理者非过度自信的样本进行一对一匹配。表5列(3)报告了匹配后样本的回归结果。结果显示,回归系数 β_1 为0.093,在

5%的水平上显著,说明主要研究结论稳健不变。

4. 引入管理者个人特征的控制变量。现有研究发现,管理者的个人特征(如管理者的性别、年龄等)亦会影响管理者的过度自信和战略决策。为避免遗漏这些特征变量对结果造成的影响,在回归模型中加入管理者性别(SEX)、年龄(AGE)、教育水平(EDU)和任职长短(GTIME)四个变量。表5列(4)报告了回归结果,回归系数 β_1 为0.094,且在5%的水平上显著。上述结果表明,本文的研究结论在控制内生性问题的影响后,具有较好的稳健性。

表5 管理者过度自信与公司战略差异度关系的内生性检验

变量	(1)	(2)	(3)	(4)
	DS	DS	DS	DS
Overcon			0.093** (2.032)	0.094** (2.435)
Lovercon	0.092** (2.425)			
Iv_Overcon		1.477*** (4.106)		
AGE				-0.001* (-1.746)
SEX				0.009 (0.649)
GTIME				-0.002** (-2.166)
EDU				0.004 (0.436)
Cons	1.251*** (8.305)	0.179 (0.566)	1.269*** (7.552)	1.281*** (8.424)
控制变量	控制	控制	控制	控制
行业/年份	控制	控制	控制	控制
样本量	15474	15474	7936	15474
调整R ²	0.145	0.175	0.141	0.146

(三)行业竞争度对管理者过度自信与战略差异度关系的调节效应

表6报告了行业竞争度对管理者过度自信与战略差异度关系的调节效应检验结果。列(1)、列(2)为分组检验的结果。结果显示,在行业竞争度较大组,回归系数 β_1 为0.176,在1%的水平上显著;而在行业竞争度较小组,回归系数 β_1 为0.054,未通过显著性检验。列(3)中进一步引入管理者过度自信与行业竞争度的交乘项 Overcon×Cm,结果显示,交乘项 Overcon×Cm 的回归系数显著为正。上述结果说明

表6 行业竞争度对管理者过度自信与战略差异度关系的影响效应检验

变量	(1)	(2)	(3)
	Cm较大组	Cm较小组	全样本
Overcon	0.176*** (2.912)	0.054 (1.432)	0.099*** (2.552)
Overcon×Cm			0.936* (1.892)
Cm			-0.250 (-1.340)
Size	-0.017 (-1.434)	-0.011 (-1.222)	-0.011 (-1.287)
Lev	-0.019 (-0.308)	0.307*** (6.011)	0.123*** (2.781)
Ros	-0.010 (-0.898)	0.010 (1.065)	-0.004 (-0.576)
Wcapital	-0.077** (-2.013)	-0.068** (-2.443)	-0.065** (-2.450)
PPE	-0.518*** (-8.924)	-0.325*** (-7.768)	-0.418*** (-10.439)
Eint	-0.042*** (-3.784)	-0.029*** (-3.528)	-0.041*** (-5.381)
Roa	-1.153*** (-6.110)	-0.305** (-2.289)	-0.714*** (-5.601)
Share	1.023** (2.280)	1.289*** (4.842)	1.247*** (4.690)
Loss	0.176*** (6.113)	0.114*** (6.397)	0.157*** (8.879)
Shrhfd10	-0.002 (-0.172)	0.015 (1.386)	0.008 (0.789)
Bsize	-0.022 (-1.219)	-0.015 (-1.291)	-0.021* (-1.757)
Dual	-0.003 (-0.224)	0.017 (1.506)	0.011 (1.061)
Indep	0.022 (0.133)	-0.048 (-0.476)	-0.014 (-0.127)
Age	0.074*** (5.609)	0.040*** (4.199)	0.052*** (5.747)
Soe	-0.013 (-0.716)	-0.018 (-1.498)	-0.019 (-1.577)
Cons	1.479*** (6.595)	1.049*** (6.552)	1.249*** (8.250)
行业/年份	控制	控制	控制
样本量	7696	7778	15474
调整R ²	0.176	0.159	0.146

在行业竞争激烈的环境中,由于竞争压力的威胁效应和实施差异化战略带来的潜在超额利润刺激,促进了过度自信的管理者实施差异化战略的倾向,H2

得到验证。

(四) 稳健性检验

为进一步增强研究结论的可靠性,本文还做了如下稳健性检验:

1. 变换管理者过度自信的衡量指标。参考潘爱玲等^[26]的做法,通过选取总经理的性别(总经理为男性时取1,否则取0)、年龄(总经理的年龄小于样本中值时取1,否则取0)、学历(总经理的学历为本科及以上时取1,否则取0)以及任职长短(总经理任职时间小于样本中值时取1,否则取0)和两职合一(总经理和董事长为同一人时取1,否则取0)五个人口背景特征合成一个综合指标,综合指标得分不低于4分时,定义为管理者过度自信,赋值为1,否则为0。表7列(1)报告了H1的回归结果。结果显示,回归系数 β_1 为0.031,在1%的水平上显著,结论稳定不变。列(2)~(4)报告了H2的回归结果,结论同样保持不变。

2. 变换战略差异度的衡量指标。前面在构建战略差异度指标时,用无形资产近似代替研发费用,用销售费用近似代替广告费用,这可能引起结论偏误,因此参考叶康涛等^[5]的做法,剔除广告宣传投入和研发投入两个维度,以剩余的四个战略维度为基础构建战略差异度指标,并重新验证假设。表7列(5)报告了H1的回归结果。结果显示,回归系数 β_1 为0.065,在5%的水平上显著,表明本文的结论较为稳健。列(6)~(8)报告了H2的回归结果,结论同样保持不变。

五、基于竞争优势的进一步检验

战略差异度反映了公司较为激进的战略模式选择,一方面能够帮助公司降低竞争强度,更好地获取竞争性资源^[7];同时还能为公司建立难以复制的创新商业模式,通过为顾客提供个性化的产品和服务而增强公司的竞争优势^[19]。但另一方面,战略差异度越大,意味着公司面临的不确定性风险和经营失败风险也越大,进而可能削弱公司的竞争优势。特别地,在管理者过度自信的影响下,公司的战略差异度于市场竞争优势,究竟是剑走偏锋还是作茧自缚?考虑到过度自信可能存在的双刃剑效应,如果差异化战略提升了公司的竞争优势,则这一效应是否又会受到相关条件的制约?内控质量作为公司防范风险的重要机制,可以通过风险评估、过程控制、分析评价和监督制约等手段减少战略执行过程中的不确定性^[27]。同时,郑培培、陈少华^[28]研究发现,良好的内控质量通过建立科学的决策机制和监督机制,可以及时矫正过度自信管理者存在的认知偏差,从而控制和预防管理者的过度激进行为。因此,过度自信管理者影响下的差异化战略于市场竞争优势的作用是否会受到公司内控质量的影响呢?此外,这一效应在行业竞争度不同的公司是否又会存在差异?为回答上述问题,本文建立如下回归模型(2)和模型(3):

$$HTobinQ_{i,t+1} = \alpha_0 + \alpha_1 DS_{i,t} + \alpha_2 Overcon_{i,t} \times DS_{i,t} + \alpha_3 Overcon_{i,t} + \alpha_4 Controls_{i,t} + Fixedeffects + \varepsilon \quad (2)$$

$$HTobinQ_{i,t+1} = \alpha_0 + \alpha_1 DS_{i,t} + \alpha_2 Overcon_{i,t} \times DS_{i,t} + \alpha_3 Overcon_{i,t} + \alpha_4 Overcon_{i,t} \times DS_{i,t} \times Cm_{i,t} + \alpha_5 Cm_{i,t} + \alpha_6 Controls_{i,t} + Fixedeffects + \varepsilon \quad (3)$$

其中,模型(2)用来考察过度自信管理者影响下的差异化战略是否增强了公司的市场竞争优势,同时,为考察内控质量的作用,运用迪博内部指数进行分组检验;模型(3)通过加入交乘项 $Overcon \times DS \times Cm$ 来考察这一效应在不同竞争环境中的差异性表现。被解释变量HTobinQ为市场竞争优势的衡量指标,采用经行业调整的托宾Q(HTobinQ)度

表7 管理者过度自信与公司战略差异度关系的稳健性检验

变量	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)	(7)	(8)
	全样本	Cm 较大组	Cm 较小组	全样本	全样本	Cm 较大组	Cm 较小组	全样本
Overcon	0.031*** (3.197)	0.037*** (2.617)	0.020* (1.824)	0.031*** (3.178)	0.065** (2.415)	0.124*** (3.097)	0.020 (0.671)	0.066** (2.451)
Overcon× Cm				0.107** (1.981)				0.642* (1.820)
Cm				0.096 (1.593)				-0.219 (-1.577)
Cons	1.311*** (8.926)	1.583*** (7.305)	1.092*** (6.890)	1.311*** (8.929)	0.850*** (7.381)	1.024*** (6.071)	0.725*** (5.538)	0.852*** (7.402)
控制变量	控制	控制	控制	控制	控制	控制	控制	控制
行业/年份	控制	控制	控制	控制	控制	控制	控制	控制
样本量	15474	7696	7778	15474	15474	7696	7778	15474
调整R ²	0.145	0.175	0.159	0.145	0.135	0.163	0.142	0.135

量。控制变量参考现有研究,主要包括:公司规模(Size)、资产负债率(Lev)、盈利能力(Roa)、市场份额(Share)、股权集中度(Shrhfd10)、董事会规模(Bsize)、两职合一(Dual)、独董比例(Indep)、产权性质虚拟变量(Soe)、公司年龄(Age)、管理层持股比例(Mshare)。此外,本文还加入了年度与行业虚拟变量,以控制年度与行业固定效应。

表8列(1)~(3)报告了模型(2)的回归结果。结果显示,列(1)全样本中,交乘项 Overcon×DS 的回归系数在1%的水平上显著为正;在列(2)内控质量高的样本公司中,交乘项 Overcon×DS 的系数在5%的水平上显著为正,而在列(3)内控质量低的样本公司中,交乘项 Overcon×DS 的系数为负且不显著。上述结果表明,较高的内控质量可以促使管理者过度自信发挥积极作用,进而通过实施差异化战略增强公司的市场竞争优势。但在内控质量较低的情况下,由于缺乏相应的监督制约机制,管理者过度自信的负面作用可能会被放大,从而削弱公司的竞争优势。列(4)~(6)报告了模型(3)的回归结果。结果显示,交乘项 Overcon×DS×Cm 的回归系数在全样本和内控质量高的样本中均显著为正,而在内控质量低的样本中显著为负,表明行业竞争度对差异化战略与竞争优势的关系具有显著的调节效应。

表8 基于竞争优势的进一步检验

变量	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)
	全样本	内控质量高	内控质量低	全样本	内控质量高	内控质量低
DS	0.712*** (7.843)	0.437*** (4.366)	0.820*** (6.418)	0.708*** (7.811)	0.427*** (4.259)	0.822*** (6.442)
Overcon×DS	0.777*** (3.478)	1.022** (2.450)	-0.541 (-1.041)	0.508** (2.361)	0.763** (2.118)	0.297 (1.094)
Overcon×DS×Cm				0.353** (2.464)	0.382* (1.810)	-0.303* (-1.755)
Overcon	-0.403*** (-3.067)	-0.571** (-2.393)	-0.227 (-1.380)	-0.350*** (-2.791)	-0.531** (-2.342)	-0.173 (-1.106)
Cons	17.548*** (15.545)	13.063*** (17.467)	23.029*** (10.829)	17.588*** (15.593)	13.154*** (17.450)	23.030*** (10.838)
控制变量	控制	控制	控制	控制	控制	控制
行业/年份	控制	控制	控制	控制	控制	控制
样本量	12991	6512	6479	12991	6512	6479
调整R ²	0.186	0.256	0.176	0.188	0.257	0.176

六、研究结论与启示

本文基于行为金融理论,深入研究了管理者过

度自信对公司战略差异度的影响,并考察了行业竞争度的调节效应。研究发现,管理者过度自信与公司战略差异度显著正相关,即过度自信的管理者促进了公司实施差异化战略的倾向,而行业竞争度明显增强了二者之间的关系。进一步研究发现,差异化战略增强公司竞争优势的作用依赖于较高的内控质量,且该效应在行业竞争度高的公司中更为突出。

本文可能的研究启示在于:①管理者作为公司战略决策制定和实施的主体,其行为选择对于公司的竞争优势和价值最大化具有直接作用。以往的研究多认为管理者过度自信会加剧公司的财务风险、非效率投资、股价崩盘风险等,进而造成公司“价值毁灭”。本文从公司战略的视角出发,发现管理者过度自信在一定程度上提升了公司的风险承担水平,增强了公司市场竞争优势。因此,本文的研究对于企业管理者的聘任决策具有一定的指导和借鉴意义。②本文发现管理者过度自信与公司战略差异度的关系在行业竞争度高的样本组中更为突出,说明宏观的市场环境是影响公司战略选择和市场竞争优势获取的重要外部条件,这提醒公司在制定战略决策时不仅需要考虑自身的实际情况,也需要结合宏观的行业结构。③战略差异度作为公司的一种战略模式选择,虽然充斥着高度的不确定性风险,但是随着我国经济步入新常态,市场竞争加剧,依靠传统的行业常规模式越发难以夺取竞争优势,企业面临的生存风险加剧。本文的研究发现,差异化战略在较高的内控质量下可以有效增强公司的竞争优势,这对处于新常态下的公司如何选择战略模式和完善内控质量以谋求持续稳定发展具有重要的启示和参考价值。

主要参考文献:

- [1] Hitt S. M. A.. Contingencies Within Dynamic Managerial Capabilities: Interdependent Effects of Resource Investment and Deployment on Firm Performance [J]. Strategic Management Journal, 2009(13):1375~1394.
- [2] Dimaggio P. J., Powell W. W.. The Iron Cage Revisited: Institutional Isomorphism and Collective Rationality in Organizational Fields[J]. American Sociological Review, 1983(2):147~160.
- [3] Meyer J. W., Rowan B.. Institutionalized Organizations: Formal Structure as Myth and Ceremony

- [J]. American Journal of Sociology, 1977(2): 340~363.
- [4] Tang J., Crossan M., Rowe W. G.. Dominant CEO, Deviant Strategy, and Extreme Performance: The Moderating Role of a Powerful Board [J]. Journal of Management Studies, 2011(7): 1479~1503.
- [5] 叶康涛,张姗姗,张艺馨. 企业战略差异与会计信息的价值相关性[J]. 会计研究, 2014(5): 44~51.
- [6] Chatterjee A., Hambrick D. C.. It's All About Me: Narcissistic Chief Executive Officers and Their Effects on Company Strategy and Performance [J]. Administrative Science Quarterly, 2007(3): 351~386.
- [7] Porter M. E.. The Contributions of Industrial Organization to Strategic Management [J]. Academy of Management Review, 1981(4): 609~620.
- [8] Porter M. E.. Towards a Dynamic Theory of Strategy [J]. Strategic Management Journal, 1991(S2): 95~117.
- [9] 李志刚,施先旺. 战略差异、管理层特征与银行借款契约——基于风险承担的视角[J]. 中南财经政法大学学报, 2016(2): 68~77.
- [10] 叶康涛,董雪雁,崔倚菁. 企业战略定位与会计盈余管理行为选择[J]. 会计研究, 2015(10): 23~29.
- [11] Shefrin H.. Behavioral Corporate Finance [J]. Journal of Applied Corporate Finance, 2001(3): 113~126.
- [12] 姜付秀,张敏,陆正飞,陈才东. 管理者过度自信、企业扩张与财务困境[J]. 经济研究, 2009(1): 131~143.
- [13] 苑泽明,宋雪梅,孙钰鹏. 管理层过度自信、分析师跟踪与投资效率[J]. 财会月刊, 2018(20): 31~40.
- [14] 任成林,曹国华,林川. 管理者过度乐观、媒体报道与IPO定价[J]. 云南财经大学学报, 2018(3): 66~76.
- [15] Galasso A., Simcoe T. S.. CEO Overconfidence and Innovation [J]. Management Science, 2011(8): 1469~1484.
- [16] 易靖韬,张修平,王化成. 企业异质性、高管过度自信与企业创新绩效[J]. 南开管理评论, 2015(6): 101~112.
- [17] 王铁男,王宇. 信息技术投资、CEO过度自信与公司绩效[J]. 管理评论, 2017(1): 70~81.
- [18] 余明桂,李文贵,潘红波. 管理者过度自信与企业风险承担[J]. 金融研究, 2013(1): 149~163.
- [19] 何熙琼,尹长萍. 企业战略差异度能否影响分析师盈余预测——基于中国证券市场的实证研究[J]. 南开管理评论, 2018(2): 149~159.
- [20] 叶祥松,刘敬. 异质性研发、政府支持与中国科技创新困境[J]. 经济研究, 2018(9): 116~132.
- [21] Porter M. E.. The Contributions of Industrial Organization to Strategic Management [J]. Academy of Management Review, 1981(4): 609~620.
- [22] 刘海潮,李垣. 竞争压力、战略变化、企业绩效间的结构关系——我国转型经济背景下的研究[J]. 管理学报, 2008(2): 282~287.
- [23] 贺小刚,邓浩,吴诗雨,梁鹏. 赶超压力与公司的败德行为——来自中国上市公司的数据分析[J]. 管理世界, 2015(9): 104~124.
- [24] 姜付秀,屈耀辉,陆正飞,李焰. 产品市场竞争与资本结构动态调整[J]. 经济研究, 2008(4): 99~110.
- [25] Srinidhi B., Gul F. A., Tsui J., et al.. Female Directors and Earnings Quality [J]. Contemporary Accounting Research, 2011(5): 1610~1644.
- [26] 潘爱玲,刘文楷,王雪. 管理者过度自信、债务容量与并购溢价[J]. 南开管理评论, 2018(3): 35~45.
- [27] 张先治,刘坤鹏,李庆华. 战略偏离度、内部控制质量与财务报告可比性[J]. 审计与经济研究, 2018(6): 35~47.
- [28] 郑培培,陈少华. 管理者过度自信、内部控制与企业现金持有[J]. 管理科学, 2018(4): 3~16.
- 作者单位: 石河子大学经济与管理学院, 新疆石河子 832000