

企业战略差异、环境不确定性与企业经营绩效波动

胡志亮¹ 郑明贵^{1, 21}

(1. 江西理工大学 经济管理学院, 江西 赣州 341000;

2. 中国科学技术大学 管理学院, 安徽 合肥 230026)

【摘要】: 文章基于 2010—2019 年中国沪深 A 股上市非金融、非 ST 企业数据, 研究了企业战略差异与企业经营绩效波动之间的关系, 同时考察了三重环境不确定性对企业战略差异与企业经营绩效波动的调节效应。研究发现: 企业战略差异与企业经营绩效波动存在显著的正相关关系, 且这种相关性具有很强的持续性; 内部不确定性、行业竞争程度和经济政策不确定性正向调节了企业战略差异与企业经营绩效波动的关系, 该调节效应相比于大规模企业和国有企业, 在小规模企业和非国有企业中影响程度更大也更为显著, 但相比非国有企业, 经济政策不确定性的调节效应在国有企业影响程度更大; 行业竞争程度对企业战略差异与企业经营绩效波动关系的调节效应比内部不确定性和经济政策不确定性的调节效应持续性更长, 影响程度也更大。研究结果丰富了企业战略差异理论, 并为我国上市企业降低企业经营绩效波动提供参考。

【关键词】: 企业战略差异 内部不确定性 行业竞争程度

【中图分类号】: F272.1; F272.5 **【文献标识码】:** A **【文章编号】:** 1007-5097 (2021) 08-0103-13

一、引言

随着我国经济迅速发展以及市场化的推进, 上市企业对企业战略的重视程度越来越高, 投资及管理者的逐渐通过企业战略的相关信息来了解企业会计信息 (叶康涛等, 2014)^[1]。Mintzberg 对企业战略进行了详细的概括, 并将其定义为“一整套、一系列的决策过程或行动的一种方式” (Mintzberg, 1983)^[2], 凸显了企业战略具有的竞争、应变和风险等特性。然而, 企业在成长过程中, 各个行业都会形成一种行业内独有的常规战略 (Powell, 1983)^[3], 多数企业采用的战略将会趋近于常规战略, 致使同行业内形成了竞争激烈的环境 (Geletkanycz and Hambrick, 1997; Deephouse, 1999)^[4-5]。企业战略与行业竞争对手越接近, 企业面临的风险会更低, 经营绩效也会相对更中庸些。不过对于那些想成为行业中改革的先行者、行业发展过程中的领头羊企业, 他们希望能突破行业壁垒, 开创富有特色的独特战略。但采取非常规战略模式的企业所面临的风险及环境的不确定性也将会是较高的 (叶康涛等, 2014)^[1], 这种风险和不确定性可能会进一步影响企业的经营绩效 (Hiller 和 Hambrick, 2005)^[6]。

在全球经济一体化程度逐步加深的背景下, “黑天鹅事件”频发, 不确定性的环境加剧了企业经营环境的波动。这种不确定性的环境不仅会给企业制定战略规划以及运营带来风险, 还会造成管理层的经营管理活动难以被利益相关者观测到, 这也赋予了管理层掩盖其经营管理不当甚至是违反道德行为的机会, 导致外界投资者很难准确地对管理层的业绩和企业价值进行测算。

作者简介: 胡志亮 (1994-), 男, 江西南昌人, 助理研究员, 硕士, 研究方向: 资源经济;

郑明贵 (1978-), 男, 安徽颍上人, 教授, 博士生导师, 博士, 研究方向: 资源经济。

基金项目: 国家社会科学基金重点项目“战略性矿产资源国家安全评估与预警系统研究 (2020-2050)” (18AGL002); 国家自然科学基金重点项目“大数据环境下的评价理论、方法和应用” (71631006); 江西理工大学重大项目培育计划“大数据驱动下国家矿产资源安全战略管理现代化研究” (19ZDPY-08); 江西省青年井冈学者奖励计划资助项目

因此，这种不确定性的环境不仅是企业经营管理要面临的问题，也是利益相关者对管理层业绩和企业价值进行测算时需要考虑的因素（张文红等，2010）^[7]。由于企业的规模和性质不同，大型企业及国有企业具有更大的抗风险能力（宋增基等，2014）^[8]，那么环境不确定性的调节效应在不同企业规模、企业性质上是否存在差异？

目前，国内外对企业经营绩效波动的研究还未考虑企业战略层面的因素，而且还未涉及环境不确定性对企业战略差异所产生的经济效果。因此，研究环境不确定性对上市企业战略差异对企业经营绩效波动的影响，具有一定的理论和借鉴意义。

本文的研究从四个方面为现有文献做出了贡献。首先，全面考察环境不确定性指标，选取企业内部环境（内部不确定性）、行业环境（行业竞争程度）、外部环境（经济政策不确定性）三个角度对环境不确定性因素加以研究。其次，首次将企业战略差异纳入分析框架，建立企业战略差异与企业经营绩效波动的理论模型；同时考察企业内部环境（内部不确定性）、行业环境（行业竞争程度）、外部环境（经济政策不确定性）的调节效应，这在现有文献中还未探讨。再次，全面考察企业的战略选择，从6个维度对企业战略差异进行度量，反映企业资源在销售、创新、生产、费用结构及资本运营等部分的配比情况。最后，从企业规模、企业性质角度研究环境不确定性对企业战略差异与企业经营绩效波动的影响，找出违背常规认识的证据，提升认知水平。

二、文献综述和研究假设

（一）企业战略差异与企业经营绩效波动

企业要想冲破激烈的行业壁垒，成为行业中的领头羊，需要从独到的视角进入市场，盲目地追随行业常规战略容易使企业失去原有的竞争力并导致平庸的业绩（Porter, 1991）^[9]。但是采用差异化的企业战略可能会取得意外的收益，却更容易造成极端绩效，即企业战略差异越大，企业更容易产生极端绩效，随之加大企业经营绩效的波动（Chen and Macmillan, 1991; Tangetal., 2011; 陈收等，2014）^[10-12]。虽然采取差异化战略的成功能使企业产生丰厚的收益并迅速提高企业地位，但是一旦企业战略失败，将会造成严重的经济后果。反之，企业如果为了降低经营的风险与不确定性，跟随行业内常规战略，那么经营业绩波动也就更小。综上可以发现，当企业采取差异化战略越大，企业出现绩效波动的可能性也就越大。由此，本文提出假设1。

H1：企业战略差异与企业经营绩效波动显著正相关。

（二）内部不确定性、企业战略差异与企业经营绩效波动

企业所处环境变动，会对企业生产与运营决策造成直接影响。随着全球经济一体化的逐步推动，企业内部的不确定性以及企业投资者的投资行为不可预测性，使得企业处在较大的经营环境不确定性中（Govindarajan, 1984; 申慧慧，2010）^[13-14]。首先，内部不确定性导致企业战略选取的难度增加（Sirmon 等，2007）^[15]，致使企业对行业常规战略的定位产生偏差，从而影响企业经营绩效。其次，内部不确定性较大时，管理层会采取盈余管理等手段对公司盈余进行平滑（Ghosh and Olsen, 2009）^[16]，降低盈余波动对其薪酬和公司形象带来的不良影响，这样也就进一步加深了企业的信息不对称程度，导致企业经营决策风险的增加，从而加大了经营业绩波动（Dess and Beard, 1984）^[17]。因此，内部不确定性较大时，企业偏离行业常规战略越大则面临的风险越大，经营绩效的波动也就越大。即内部不确定性加剧了企业战略差异对企业经营绩效波动的正向影响。由此，本文提出假设2。

H2：企业内部不确定性正向调节了企业战略差异与企业经营绩效波动的正相关关系。

（三）行业竞争程度、企业战略差异与企业经营绩效波动

企业所在行业竞争地位的高低，会从风险溢价以及资源信息等方面影响企业的经营环境与经营决策，且共同作用于财务决策和行为选择。由此，企业所在的行业竞争程度不同其经营风险也将有所差异（邢立全和陈汉文，2013）^[18]。

所处行业竞争程度激烈的企业，行业进入门槛较低，致使面临不断新增的进入者和已有的竞争对手威胁。在此背景下，企业为保证现有的行业优势地位，强化产品定价能力，并且适时做出具备行业竞争性的投资选择，企业一般都需要保有额外的流动资金（Haushalter et al., 2007）^[19]。由此，企业往往会提升负债比率，以此获取较高的融资水平来削减在市场中失去原有竞争地位的可能性，但这会引发企业流动性风险，而流动性风险在一定层面预示着企业的财务失败（Seetharaman et al., 2002）^[20]，企业破产风险将随着增大，进一步导致企业的经营风险增大。因此，企业所处行业竞争越激烈，其面临的经营风险也越高（彭俞超等，2018）^[21]。而处于行业竞争程度较低的企业，因为行业竞争优势的存在，企业抵抗风险的能力会更强，企业战略差异产生的不利因素会越少，所以企业经营绩效波动将会更小（Gaspar and Massa, 2006）^[22]。由此，本文提出假设 3。

H3：激烈的行业竞争正向调节了企业战略差异与企业经营绩效波动的正相关关系。

（四）经济政策不确定性、企业战略差异与企业经营绩效波动

经济政策不确定性包括政策预期不确定性（Feng, 2010）^[23]、政策执行不确定性或政府改变政策立场的可能性（Le and Zak, 2006）^[24]。在通过选举执政的多党派国家，各个政党的意识形态具有一定的差异，政策取向也有所不同，哪个政党执政和采用何种政策都会产生较高的不确定性预期（Julio and Yook, 2012）^[25]，同时新政策实施也可能导致市场对私人部门的盈利产生不确定性预期（Pastor and Veronesi, 2011）^[26]。因此，多党派国家在选举的年份其经济政策不确定性要比非选举的年份更高。总体而言，经济政策不确定性包含采取何种经济政策、如何实施以及经济政策预期的不确定性等多个方面。

在我国，企业经营活动会受到政府政策和市场因素的双向影响，政府会频繁且过度地干预经济的运行。当外部经济环境产生波动时，政府对经济政策的制定会相对慎重，政策实施具有一定的延后性，指向与强度也很模糊，由此引发较大的政策不确定性，这将会在短期内提高企业行为决策的难度，增加企业的运营风险，但是同时这也是实施政策的“真空期”，短期内政府干预市场的行为程度较低，企业经营将会依赖经济层面的因素，经济环境产生的波动反而会使企业提高生存发展的“硬条件”，为企业长期良性发展埋下伏笔（饶品贵等，2017）^[27]。因此，经济政策不确定性的波动也将引发企业经营绩效的波动。由此，本文提出假设 4。

H4：经济政策不确定性正向调节了企业战略差异与企业经营绩效波动的正相关关系。

根据研究假设，可以得到本文的概念模型，如图 1 所示。

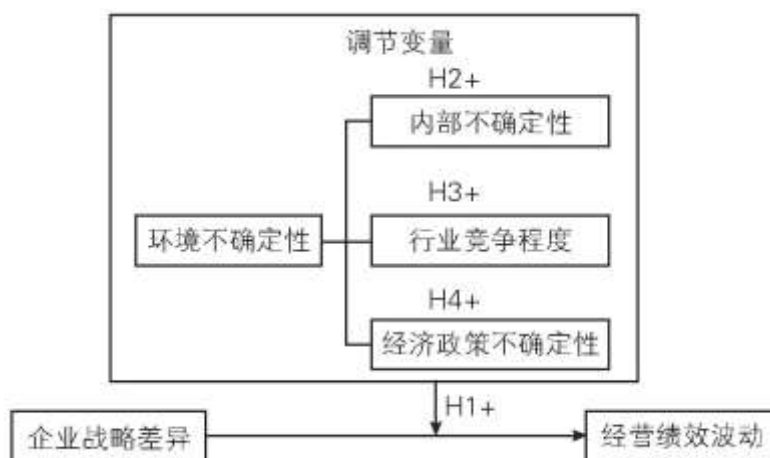


图 1 本文研究概念模型

三、研究设计

（一）样本选择和来源

基于 CSMAR、Wind 数据库、企业年度财务报表及我国经济政策不确定性指数，选取 2010—2019 近 10 年来我国沪深 A 股上市企业作为研究样本，并剔除了*ST 行业、ST 行业、金融行业、营业收入数据不足 5 年和数据严重缺失（内部不确定性的度量需要至少 5 年的企业营业收入值）的样本企业，最终得到了 3390 家公司的观测值。为降低异常值对研究结论的影响，将所有变量进行 1%和 99%分位的缩尾处理。

（二）变量定义

1. 解释变量：企业战略差异

本文参考 Geletkanycz(1997)^[28]、Nason and Hamrick(1997)^[29]等的研究方法，对企业战略差异进行度量。由于企业战略模式存在差异其各个方面的资源侧重配比也有所不同（Lyon et al., 2000）^[30]，因此，选取以下六个维度度量企业在创新、营销、生产能力、费用结构及资本运营方式方面的资源配比情况，从而体现企业的战略选择情况，具体包括创新研发程度（无形资产净额除以主营业务收入总额）、宣传投入程度（销售费用除以主营业务收入总额）、资本密集程度（固定资产总额除以企业员工总数）、固定资产更新程度（固定资产净额除以固定资产原值）、管理投入程度（管理费用总额除以主营业务收入总额）和财务杠杆（长短期借款总额除以应付债券与权益账面价值）。

基于以上 6 个维度的度量方法，对其进行标准化处理（同期内 6 个维度值分别与同行业均值相减，再比上该维度值的标准差，最后取绝对值），由此得到企业 6 个维度各偏离其行业内平均水准的幅度，将标准化处理后的 6 个维度值取算术平均数，即得到企业战略差异，记为 DS（叶康涛等，2015）^[31]。该值越大，企业偏离行业平均战略水准的程度就越大，反之越小。

2. 被解释变量：企业经营绩效波动

当前衡量企业经营绩效波动指标的方法主要以总资产净利润率以及净资产收益率的标准差为主。借鉴相关学者研究成果，采用调整后净资产收益率（ROE）衡量企业经营绩效波动（李琳等，2009；权小锋和吴世农，2010）^[32-33]。理由是：作为衡量投资者收益效率的财务指标，ROE 具较高的稳定性，不容易受到企业管理者行为以及外部环境变动的影响。具体做法：首先以当前的企业净资产收益率定义为企业经营绩效指标，然后将该指标进行标准化处理（同期内净资产收益率与同行业的均值相减，再比上该指标的标准差，最后取绝对值），由此得到企业绩效波动的指标 EROE，即

$$EROE_{j,t} = |(roe_{j,t} - \sum roe_{j,t}/n) / \sigma roe_{j,t}| \quad (1)$$

3. 调节变量：环境不确定性

（1）内部不确定性（HIU）。借鉴申慧慧（2010）^[14]、Sirmon et al. (2007)^[15]、Ghosh and Olsen(2009)^[16]、陈峻等（2016）^[34]的研究成果，选取内部不确定性指标 HIU 综合反映企业面临的内部环境波动程度。由于企业面临的内部不确定性无规律的改变将会引起核心业务活动的波动，最后引起财务指标营业收入的变化（Bergh and Lawless, 1998）^[35]，因此，内部不确定性可以用企业营业收入指标变化来衡量（Cheng and Kesner, 1997）^[36]，所以有些学者会选取企业营业收入标准差来衡量企业面临的内部不确定性大小（Tosi and Storey, 1973）^[37]。考虑不同行业对该指标产生的影响会有一定的偏差，Ghosh 和 Olsen 选取企业前 5 年营业收入标准差并经过行业调整后的指标来度量企业当期的不确定性。然而，企业在发展过程中自身及外部环境也会对营业收

入产生一定的影响，因此，为了更加精确地测算出内部不确定性指标，剔除企业营业收入中稳定增长部分。由此，选取企业经行业调整之后并剔除前 5 年稳定增长部分的企业营业收入的标准差来度量企业所面临内部不确定性大小。计算过程如下：

第一步，运用模型（2），采用最小二乘法进行线性回归，计算前 5 年企业的非正常营业收入：

$$\text{Sale} = \alpha + \beta \text{Year} + \varepsilon \quad (2)$$

该模型中，如果营业收入（Sale）的选取为过去第 1 年的，则企业年份（Year）为 4；如果营业收入（Sale）的选取为过去第 2 年的，则企业年份（Year）为 3；以此类推。通过计算该模型的残差便得到企业的非正常营业收入。

第二步，将企业过去 5 年非正常营业收入的标准差与过去 5 年非正常营业收入的均值相比，即可得到未经行业调整的不确定性指标。再算出同行业同年度内企业未经行业调整的不确定性的中位数，即可得当期每个行业的不确定性指标。

第三步，同一年度的未经行业调整的不确定性指标与行业不确定性指标的比值，即为经行业调整后企业内部不确定性指标 IU。

第四步，对各个年度的 IU 取中位数，建立内部不确定性虚拟变量 HIU，对于 IU 大于等于其中位数的样本公司，HIU 取值为 1，否则取值为 0。

（2）行业竞争程度（Eope）。借鉴 Januszewski et al. (2002)^[38]、连玉君等（2011）^[39]的研究成果，采用营业利润率（营业利润与营业收入行业均值的比值）来衡量行业竞争程度。因为企业营业利润率不仅反映了企业盈利能力的强弱，而且综合体现了行业内经济效率的高低，还可以对企业市场竞争实力进行事后测量。该指标是反向指标，营业利润率值越低，行业内竞争激烈程度就越高。

（3）经济政策不确定性（EUP）。借鉴 Bake et al. (2016)^[40]学者的研究结果、斯坦福大学和芝加哥大学联合发布的中国经济政策不确定性月度指数，来度量我国经济政策不确定性程度。该指数的原理主要是：采用该月份内中国香港《南华早报》每日新闻报道内容中同时含有“中国”“经济”“政策”和“不确定性”四个关键词文章总数量，比上当月该报报道的文章总数量，得到经济政策不确定性的月度指标。借鉴 Gulen and Ion (2016)^[41]、李凤羽和史永东（2016）^[42]的研究成果，对 4 个季度内 3 个月的权重依次赋值 1/6、2/6、3/6，然后再对 4 个季度的权重依次赋值 1/10、2/10、3/10、4/10，从而得到经济政策不确定性的加权年度指标。该方法的核心原理为：距离观测值越近的月度和季度，经济政策不确定性对企业行为决策影响程度将会越深。

4. 控制变量

参考相关文献（Ravichandran and Liu, 2011; Hoetal., 2011; 王铁男等, 2017）^[43-45]，控制了 8 个企业特征指标，即企业性质（SOE）、盈利能力（ROA）、公司成长（TobinQ）、企业规模（SIZE）、企业杠杆（LEV）、公司年龄（AGE）、第一大股东持股占比（TOP1）、现金持有数（CASH）。此外，还控制了行业（Industry）及年份（Year）变量，按照 2019 年证监会行业的划分，得到了 16 个行业虚拟变量，控制行业差异；得到了 9 个年份虚拟变量，控制年份差异。

（三）实证模型

1. 直接效应检验模型

直接效应检验模型用于检验 H1。以企业经营绩效波动作为被解释变量，对企业战略差异做回归分析，构建如下检验模型：

$$EROE_{i,t} = \alpha_0 + a_1 DS_{i,t} + \sum \gamma Controls_{i,t} + \sum Industry + \sum Year + \varepsilon_{i,t} \quad (3)$$

其中：EROE 表示企业经营绩效波动；DS 表示企业战略差异；controls 表示所有的控制变量； $\varepsilon_{i,t}$ 表示随机误差项； α_0 表示常数项； a_1 和 γ 表示待估计变量的回归系数；i 表示企业；t 表示年份。若 DS 系数 a_1 显著为正，则 H1 为真。

2. 调节效应检验模型

调节效应检验模型用于检验 H2、H3 和 H4。借鉴温忠麟等（2005）^[46]提出的调节效应检验模型，在模型（1）的基础上加入内部不确定性（HIU）、行业竞争程度（Eope）和经济政策不确定性（EPU）调节变量以及企业战略差异与内部不确定性、行业竞争程度和经济政策不确定性交乘项（DS×HIU、DS×Eope 和 DS×EPU），构建如下调节效应检验模型：

$$EROE_{i,t} = \alpha_0 + a_1 DS_{i,t} + a_2 DS_{i,t} \times HIU_{i,t} + a_3 HIU_{i,t} + \sum \gamma Controls_{i,t} + \sum Industry + \sum Year + \varepsilon_{i,t} \quad (4)$$

$$EROE_{i,t} = \alpha_0 + a_1 DS_{i,t} + a_2 DS_{i,t} \times Eope_{i,t} + a_3 Eope_{i,t} + \sum \gamma Controls_{i,t} + \sum Industry + \sum Year + \varepsilon_{i,t} \quad (5)$$

$$EROE_{i,t} = \alpha_0 + a_1 DS_{i,t} + a_2 DS_{i,t} \times EUP_{i,t} + a_3 EUP_{i,t} + \sum \gamma Controls_{i,t} + \sum Industry + \sum Year + \varepsilon_{i,t} \quad (6)$$

其中， α_1 、 α_2 、 α_3 、 γ 表示待估变量的回归系数。若 DS 系数 a_1 显著为正，DS×HIU、DS×Eope、DS×EPU 系数 a_2 显著为正，则 H2、H3、H4 为真。

四、实证结果与分析

（一）描述性统计

企业经营绩效波动（EROE）的最大值为 2.91，最小值为 0，标准差为 0.48，说明我国企业的经营绩效波动差别较大；企业战略差异（DS）最大值为 1.73，最小值为 0.14，标准差为 0.28，说明我国企业偏离行业平均战略水准的程度也较大。此外，从内部不确定性（HIU）变量来看，平均值为 0.56，标准差为 0.5，中位数为 1，说明我国超过一半的企业都处在内部不确定的环境中，并且在不同公司之间存在差异性。从行业竞争程度（Eope）变量来看，标准差为 0.15，最大值为 1.01，最小值为-0.16，说明行业内的竞争非常激烈，并且在不同公司之间存在差异性。从经济政策不确定性（EPU）变量来看，平均值为 2.39，标准差为 1.49，最大值为 5.77，最小值 1.98，说明经济政策不确定性波动较大。其他控制变量均有较大的差异，表明样本数据同样存在较大的差异，研究具有一定的意义和价值。

（二）相关性分析

DS 与 EROE 的相关系数在 1%水平上显著为正，这表明企业战略差异（DS）与企业经营绩效波动（EROE）可能存在正相关关系，初步证实了 H1。在 Pearson 相关性分析中变量之间的相关程度都很低，均小于 0.5，各变量之间的方差膨胀因子 VIF 均值都小于 3，表明变量之间不存在多重共线性问题。

（三）实证分析

1. 企业战略差异与企业经营绩效波动的检验

为了检验企业战略差异（DS）对企业经营绩效波动（EROE）产生的影响，对模型（3）进行多元回归。（1）所列，企业战略差异（DS）与企业经营绩效波动（EROE）的系数在 1%的水平上显著为正，说明企业战略差异越大，企业经营绩效波动就越大，由此 H1 得证。进一步考虑企业战略差异对企业经营绩效波动未来 1~5 年的影响，企业战略差异（DS）与企业经营绩效波动（EROE）未来 5 年的系数都在 1%的水平上显著为正，说明企业战略选择的不合理会成为企业未来经营发展的“包袱”，且对企业经营绩效波动的影响具有较强的持续性。

2. 内部不确定性、企业战略差异与企业经营绩效波动的检验

为了检验环境不确定性（HIU）对企业战略差异（DS）与企业经营绩效波动（EROE）关系的调节效应，对模型（4）进行多元回归。中（2）所列，企业战略差异（DS）与企业经营绩效波动（EROE）的系数在 1%的水平上显著为正，且企业战略差异与内部不确定性的相乘项（DS×HIU）的系数在 1%的水平上显著为正，说明内部不确定性正向调节了企业战略差异与企业经营绩效波动正相关关系，由此 H2 得证。

3. 行业竞争程度、企业战略差异与企业经营绩效波动的检验

为了检验行业竞争程度（Eope）对企业战略差异（DS）与企业经营绩效波动（EROE）关系的调节效应，采用模型（5）进行多元回归。企业战略差异（DS）与企业经营绩效波动（EROE）的系数在 1%的水平上显著为正，但企业战略差异与行业竞争程度的相乘项（DS×Eope）的系数在 1%的水平上显著为负。行业竞争程度（Eope）越大，表明行业内竞争激烈程度越低，由此 H3 得证。

4. 经济政策不确定性、企业战略差异与企业经营绩效波动的检验

为了检验经济政策不确定性（EPU）对企业战略差异（DS）与企业经营绩效波动（EROE）关系的调节效应，采用模型（6）进行多元回归。企业战略差异（DS）与企业经营绩效波动（EROE）的相关系数在 1%的水平上显著为正，且企业战略差异与经济政策不确定性的相乘项（DS×EPU）的相关系数在 1%的水平上显著为正，说明经济政策不确定性正向调节了企业战略差异与企业经营绩效波动正相关关系，由此 H4 得证。

（四）进一步分析

1. 内部不确定性、企业战略差异与企业经营绩效波动的检验

为了检验内部不确定性（HIU）对企业战略差异（DS）与企业经营绩效波动（EROE）关系的调节效应是否具有持续性，在模型（4）的基础上分别对企业经营绩效波动未来 3 期进行多元回归。（1）（4）（7）所列，企业战略差异（DS）与企业经营绩效波动

(EROE)的系数在 1%的水平上显著为正,但企业战略差异与内部不确定性的相乘项(DS×HIU)的系数未来 2 期都不显著,但在未来第三年 1%的水平上显著为正。进一步加入企业经营绩效波动未来 5 期的数据进行回归,结果表明,第四年、第五年该调节效应恢复在 1%的水平上显著为正(限于篇幅,研究结果不再汇报),表明内部不确定性对企业战略差异与企业经营绩效波动的调节效应的持续影响具有一定的阶段性。

2. 行业竞争程度、企业战略差异与企业经营绩效的检验

为了检验行业竞争程度(Eope)对企业战略差异(DS)与企业经营绩效波动(EROE)关系的调节效应是否具有持续性,在模型(5)的基础上分别对企业经营绩效波动未来 3 期进行多元回归。(2)(5)(8)所列,企业战略差异(DS)与企业经营绩效波动(EROE)的系数在 1%的水平上显著为正,企业战略差异与行业竞争程度的相乘项(DS×Eope)的系数仍然显著为负,且逐年降低,该调节效应在未来 1 期的影响下降程度最大(约为 2 倍)。表明行业竞争程度对企业战略差异与企业经营绩效波动的调节效应具有很强的持续性,且该调节效应在未来 1 期同比下降幅度最大。

3. 经济政策不确定性、企业战略差异与企业经营绩效的检验

为了检验经济政策不确定性(EPU)对企业战略差异(DS)与企业经营绩效波动(EROE)关系的调节效应是否具有持续性,在模型(6)的基础上分别对企业经营绩效波动未来 3 期进行多元回归。(3)(6)(9)所列,企业战略差异(DS)与企业经营绩效波动(EROE)的系数在 1%的水平上显著为正,企业战略差异与经济政策不确定性的相乘项(DS×EPU)的系数大小及相关性逐年下降,在未来第三期不相关。说明经济政策不确定性调节效用在企业战略差异与企业经营绩效波动正相关关系中具有较弱的持续性。

4. 企业规模与模型的调节效应

企业在发展过程中会形成一种固有的运行模式,这种惯性决定了企业以前的经营历史并会限制其未来的行为,在大规模企业中尤为突出(Tripsas and Gavetti, 2015)^[47]。相较之下,小规模企业的环境适应能力更强(马永强和路媛媛, 2019)^[48]、依赖路径更少、转移成本更低及决策灵活度更好等(袁建国等, 2015)^[49]。因此,相比于小规模企业,环境不确定性对大规模企业战略差异与企业经营绩效波动的正向调节效应更显著。

对模型(4)(5)(6)依据每年企业规模(SIZE)进行分组回归,将 25%分位点以下的企业归类为小规模企业组,将 75%分位点以上的企业归类为大规模企业组(刘贯春等, 2019)^[50]。在大规模和小规模企业组中 3 个模型的企业战略差异(DS)与企业经营绩效波动(EROE)的系数都在 1%的水平上显著为正,模型(4)(5)(6)的调节效应在小规模企业中更为显著且系数更大。这表明,相比大规模企业,小规模企业抵御环境不确定性的能力更低,在小规模企业中内部不确定性、行业竞争程度、经济政策不确定性对企业战略差异与企业经营绩效波动的正向调节效应影响更大,这与上述学者的观点相反。

5. 企业性质与模型的调节效应

相比于非国有企业,国有企业与各级政府之间的关联程度更密切,更容易获取政府资源上的帮扶和担保,具备更低的生产经营风险和更强的抵御环境不确定性的能力(Bailey et al., 2011)^[51]。由此,非国有企业面临的环境不确定性对企业战略差异与企业经营绩效波动的正向调节效应效果更强。

对模型(4)(5)(6)依据每年企业性质(SOE)进行分组回归。在国有和非国有企业组中 3 个模型的企业战略差异(DS)与企业经营绩效波动(EROE)的系数都在 1%的水平上显著为正,模型(4)(5)的调节效应在非国有企业中更为显著且系数更大,这表明,相比于国有企业,非国有上市公司面临的内部不确定性、行业竞争程度对企业战略差异与企业经营绩效波动的正向调

节效应影响更大。在模型（6）中，经济政策不确定性对企业战略差异与企业经营绩效波动的调节效应在国有企业中系数更大，说明国有企业的经济政策不确定性对企业战略差异与企业经营绩效波动的正向调节效应影响更大，即国有企业在经济政策不确定性越大时，反而愿意铤而走险，选择偏离行业常规战略，博取极端绩效，这与上述学者的观点相反。

五、稳健性检验

（一）内生性分析

企业战略差异（DS）与企业经营绩效波动（EROE）可能存在部分的内生性，从而影响回归结果。因此，选取滞后一期的企业战略差异（L1.DS）作为工具变量，剔除可能存在的部分内生性（Jayaraman and Milbourn, 2012；苏冬蔚和熊家财，2013）^[52-53]，然后采用两阶段最小二乘法（TSLS）对模型（3）再次回归检验（宋常等，2016）^[54]。从第二阶段的 Stage2 列可以看出，企业战略差异（DS）与企业经营绩效波动性（EROE）的系数在 1% 的水平上显著为正，表明剔除模型中存在的部分内生性后，仍然不影响本文的核心结论。

（二）自选择分析

企业的特征会左右其战略决策，并且会影响企业经营绩效，致使企业战略差异指标存在自选择问题的可能性。因此，选择 Heckman 两阶段回归的思路，解决企业战略差异的自选择问题（Heckman, 1979；罗来军等，2016）^[55-56]。借鉴刘行（2016）^[57]的研究方法，建立以下企业战略差异选择模型：

$$\begin{aligned} DS_{big\ i,t} = & \alpha_0 + \alpha_1 SIZE_{i,t} + \alpha_2 MB_{i,t} + \alpha_3 LEV_{i,t} + \\ & \alpha_4 ROA_{i,t} + \alpha_5 STDROA_{i,t} + \alpha_6 SOE_{i,t} + \\ & \alpha_7 TOP1_{i,t} + \sum Industry + \sum Year + \\ & \sum Region + \varepsilon_{i,t} \end{aligned} \quad (7)$$

模型（7）中， DS_{big} 为企业战略差异的虚拟变量，当企业战略差异（DS）大于同年行业均值时取值为 1，反之则取值为 0； MB 为企业股票市值比上所有者权益值； $STDROA$ 为企业过去 5 年的盈利能力（ROA）标准差。此外，为了剔除企业所在地区的差异对企业战略选择产生的影响，对企业所在地区的省份（Region）实行了控制。对模型（7）进行 Probit 回归检验（第一阶段），得出该模型的逆米尔斯比（inverse Millsratio），定义为变量 λ 。然后，在模型（3）的基础上加入 λ 变量进行回归检验（第二阶段），得到企业战略差异消除自选择问题后的结果可以看出，引入控制自选择偏差变量 λ 后，企业战略差异（DS）与企业经营绩效波动（EROE）的回归系数在 1% 的水平上显著为正，说明企业战略差异与企业经营绩效波动的关系不受样本自选择偏差的影响。

（三）变量度量分析

由于我国上市企业对研发投入程度披露信息较少，并且在度量企业战略差异度指标时用无形资产净额比上主营业务收入总额测量企业研发投入程度，其可能存在测算研发投入程度的误差。由此，借鉴 Tang 等（2011）^[11]、叶康涛等（2014）^[1]的研究思路，除去研发投入程度，对剩下 5 个维度取加权平均数，得到调整后的企业战略差异指标，记为 DSA，将该变量替换模型（3）中的解释变量，重新进行回归检验。可以看出，因此，调整企业战略差异的度量方法不影响核心结论，模型具有稳健性。

六、研究结论与政策启示

企业选择哪类战略可以获取最佳经营绩效，一直以来都是学术界和实务界关注的热点问题。本文选取 2010—2019 年我国沪深 A 股上市公司非金融、非 ST、非*ST 企业为样本，就企业战略差异与企业经营绩效波动的关系，以及企业内部不确定性、行业竞争程度、经济政策不确定性三重环境不确定性对企业战略差异与企业经营绩效波动关系的调节效用展开研究，同时还考虑了不同企业规模和企业性质的影响。

研究结论主要有：(1)企业战略差异与企业经营绩效波动显著正相关，即企业战略差异越大越容易获得极端绩效，且该影响具有很强的持续性，会延续到未来 5 年甚至更长。(2)内部不确定性显著增强了企业战略差异对企业经营绩效波动的正相关关系，即内部不确定性越大时，战略差异大的企业所面临的风险进一步加大，企业经营绩效波动状况也将增加，该调节效应的持续性具有 2 年的滞后性。进一步研究发现，相比于大规模企业、国有企业，在大规模企业、非国有企业中内部不确定性对企业战略差异与企业经营绩效波动的正向调节效应影响更大。(3)激烈的行业竞争增强了企业战略差异对企业经营绩效波动的正相关关系，即当企业采取同样的战略时，行业竞争程度越激烈的企业其经营风险越高，企业经营绩效波动也就越大，而处于行业竞争程度较低的垄断企业，由于竞争优势的存在，其面临的风险相对较小，降低了由于企业战略差异所带来的不利影响，该调节效应具有很强的持续性，但影响程度逐年降低，在未来 1 期的影响下降程度最大（约为 2 倍）。进一步研究发现，相比于大规模企业、国有企业，在大规模企业、非国有企业中，行业竞争程度对企业战略差异与企业经营绩效波动的正向调节效应影响更大。(4)经济政策不确定性显著增强了企业战略差异对企业经营绩效波动的正相关关系，即企业面临经济政策不确定性越大时，企业所面临的风险越大，企业经营绩效波动状况也将增加，但是该调节效应的持续性较弱，持续期约为 2 年。进一步研究发现，相比于大规模企业、非国有企业，在大规模企业、国有企业中，经济政策不确定性对企业战略差异与企业经营绩效波动的正向调节效应影响更大，说明国有企业在经济政策不确定性较大时，宁愿主动选择偏离行业常规的战略，以博取极端绩效。(5)相比于内部不确定性和经济政策不确定性，行业竞争程度对企业战略差异与企业经营绩效波动正相关关系的调节效应影响更大，并且更为深远。

根据研究结论，本文得到的政策启示主要有：(1)企业在发展过程中为了冲破激烈的行业壁垒，往往会选择偏离行业常规较大的战略，而在制定战略前却忽视了企业内部环境不确定性、行业竞争程度、外部环境经济政策不确定性可能带来的经济后果。因此，企业应结合自身特点、所在行业特征、所处经济政策环境制定合理的企业战略，从而降低经营绩效的波动。(2)对于内部不确定性、行业竞争程度、经济政策不确定性较大的企业，可以选择偏离行业常规较小的战略，并且小规模企业、非国有企业更应注意其带来的风险，但当经济政策不确定性较大时，相比于非国有企业，国有企业不应该仰仗政府层面的政策扶持，选择偏离行业常规的战略，铤而走险，应该稳中求进，选择差异化较小的常规战略，从而降低企业经营风险。(3)相比于企业环境和外部环境，政府更应该从行业环境进行管控，制定合理的规则，引导行业内竞争程度激烈的企业采用偏离行业常规较小的战略，从而更有效地降低企业经营风险。

参考文献：

- [1]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):44-51,94.
- [2]MINTZBERG H.The Case for Corporate Social Responsibility[J].Journal of Business Strategy,1983(2):3-15.
- [3]POWELL D M W.The Iron Cage Revisited:Institutional Isomorphism and Collective Rationality in Organizational Fields[J].American Sociological Review,1983(2):147-160.
- [4]GELETKANYCZ M A,HAMBRICK D C.The External Ties of Top Executives:Implications for Strategic Choice and Performance[J].Administrative Science Quarterly,1997(4):654-681.
- [5]DEEPCHOUSE D L.To be Different,or to be The Same?It's a Question(and Theory)of Strategic Balance[J].Strategic

Management Journal, 1999 (2):147-166.

[6]HILLER N J, HAMBRICK D C. Conceptualizing Executive Hubris: The Role of (Hyper-)Core Self-Evaluations in Strategic Decision-Making[J]. Strategic Management Journal, 2005 (4):297-319.

[7]张文红, 张骁, 翁智明. 制造企业如何获得服务创新的知识?——服务中介机构的作用[J]. 管理世界, 2010 (10):122-134.

[8]宋增基, 冯莉茗, 谭兴民. 国有股权、民营企业参政与企业融资便利性——来自中国民营控股上市公司的经验证据[J]. 金融研究, 2014 (12):133-147.

[9]PORTER M E. Toward a Dynamic Theory of Strategy[J]. Strategic Management Journal, 1991 (S2):95-117.

[10]CHEN M J, MACMILLAN I C. Nonresponse and Delayed Response to Competitive Moves: The Roles of Competitor Dependence and Action Irreversibility[J]. The Academy of Management Journal, 1991 (3):539-570.

[11]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.

[12]陈收, 肖咸星, 杨艳, 等. CEO 权力、战略差异与企业绩效——基于环境动态性的调节效应[J]. 财贸研究, 2014, 25 (1):7-16.

[13]GOVINDARAJAN V J. Appropriateness of Accounting Data in Performance Evaluation: An Empirical Examination of Environmental Uncertainty as An Intervening Variable[J]. Accounting Organizations and Society, 1984 (2):125-135.

[14]申慧慧. 环境不确定性对盈余管理的影响[J]. 审计研究, 2010 (1):89-96.

[15]SIRMON D G, HITT M A, IRELAND R D. Managing Firm Resources in Dynamic Environments to Create Value: Looking Inside The Black Box[J]. Academy of Management Review, 2007 (1):273-292.

[16]GHOSH D, OLSEN L. Environment Uncertainty and Manager's User of Discretionary Accruals[J]. Accounting Organizations and Society, 2009 (2):188-205.

[17]DESS G G, BEARD D W. Dimensions of Organizational Task Environments[J]. Administrative Science Quarterly, 1984 (1):52-73.

[18]邢立全, 陈汉文. 产品市场竞争、竞争地位与审计收费——基于代理成本与经营风险的双重考量[J]. 审计研究, 2013 (3):50-58.

[19]HAUSHALTER D, KLASA S, MAXWELL W F. The Influence of Product Market Dynamics on a Firm's Cash Holdings and Hedging Behavior[J]. Journal of Financial Economics, 2007 (3):797-825.

[20]SEETHARAMAN A, GUL F A, LYNN S G. Litigation Risk and Audit Fees: Evidence From uk Firms CrossListed on Us Markets[J]. Journal of Accounting and Economics, 2002 (1):91-115.

-
- [21]彭俞超, 韩珣, 李建军. 经济政策不确定性与企业金融化[J]. 中国工业经济, 2018(1):137-155.
- [22]GASPAR J, MASSA M. Idiosyncratic Volatility and Product Market Competition[J]. Journal of Business, 2006(6): 3125-3152.
- [23]FENG Y. Political Freedom, Political Instability, and Policy Uncertainty: A Study of Political Institutions and Private Investment in Developing Countries[J]. International Studies Quarterly, 2010, 45(2): 271-294.
- [24]LE Q V, ZAK P J. Political Risk and Capital Flight[J]. Journal of International Money & Finance, 2006, 25(2): 308-329.
- [25]JULIO B, YOOK Y. Political Uncertainty and Corporate Investment Cycles[J]. Journal of Finance, 2012, 67(1): 45-83.
- [26]PASTOR L, VERONESI P. Political Uncertainty and Risk Premia[J]. Social Science Electronic Publishing, 2011, 110(3): 520-545.
- [27]饶品贵, 岳衡, 姜国华. 经济政策不确定性与企业投资行为研究[J]. 世界经济, 2017, 40(2): 27-51.
- [28]GELETKANYCZ M A. The Salience of 'Culture's Consequences': The Effects of Cultural Values on Top Executive Commitment to The Status Quo[J]. Strategic Management Journal, 1997(8): 615-634.
- [29]NASON J D, HAMRICK J L. Reproductive and Genetic Consequences of Forest Fragmentation: Two Case Studies of Neotropical Canopy Trees[J]. Journal of Heredity, 1997(4): 264-276.
- [30]LYON D W, LUMPKIN G T, DESS G G. Dess Enhancing Entrepreneurial Orientation Research: Operationalizing and Measuring a Key Strategic Decision Making Process[J]. Journal of Management, 2000(5): 1055-1085.
- [31]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, 96.
- [32]李琳, 刘凤委, 卢文彬. 基于公司业绩波动性的股权制衡治理效应研究[J]. 管理世界, 2009(5): 145-151.
- [33]权小锋, 吴世农. CEO 权力强度、信息披露质量与公司业绩的波动性——基于深交所上市公司的实证研究[J]. 南开管理评论, 2010, 13(4): 142-153.
- [34]陈峻, 杨旭东, 张志宏. 环境不确定性、企业社会责任与审计收费[J]. 审计研究, 2016(4): 61-66.
- [35]BERGH D D, LAWLESS M W. Portfolio Restructuring and Limits to Hierarchical Governance: The Effects of Environmental Uncertainty and Diversification Strategy[J]. Organization Science, 1998(1): 87-102.
- [36]CHENG J L C, KESNER I F. Organizational Slack and Response to Environmental Shifts: The Impact of Resource Allocation Patterns[J]. Journal of Management, 1997(1): 1-18.

-
- [37]TOSI H, STOREY A R. On The Measurement of The Environment:an Assessment of The Lawrence and Lorsch Environmental Uncertainty Subscale[J].Administrative Science Quarterly, 1973(1):27-36.
- [38]JANUSZEWSKI S I, KOKE J, WINTER J K. Winter Product Market Competition, Corporate Governance and Firm Performance:an Empirical Analysis for Germany[J].Research in Economics, 2002(3):299-332.
- [39]连玉君, 刘醒云, 苏治. 现金持有的行业特征: 差异性与收敛性[J]. 会计研究, 2011(7):68-74, 99.
- [40]BAKER S R, BLOOM N, DAVIS S J, et al. Measuring Economic Policy Uncertainty[J].The Quarterly Journal of Economics, 2016, 131(4):1593-1636.
- [41]GULEN H, ION M. Policy Uncertainty and Corporate Investment[J].Review of Financial Studies, 2016, 29(3):523-564.
- [42]李凤羽, 史永东. 经济政策不确定性与企业现金持有策略——基于中国经济政策不确定指数的实证研究[J]. 管理科学学报, 2016, 19(6):157-170.
- [43]RAVICHANDRAN T, LIU Y. Environmental Factors, Managerial Processes, and Information Technology Investment Strategies[J].Decision Sciences, 2011(3):537-574.
- [44]HO J L, WU A, XU S X. Corporate Governance and Returns on Information Technology Investment:Evidence from an Emerging Market[J].Strategic Management Journal, 2011(6):595-623.
- [45]王铁男, 王宇, 赵凤. 环境因素、CEO 过度自信与 IT 投资绩效[J]. 管理世界, 2017(9):116-128.
- [46]温忠麟, 侯杰泰, 张雷. 调节效应与中介效应的比较和应用[J]. 心理学报, 2005(2):268-274.
- [47]TRIPSAS M, GAVETTI G. Capabilities, Cognition, and Inertia:Evidence from Digital Imaging[J].Strategic Management Journal, 2015(10/11):1147-1161.
- [48]马永强, 路媛媛. 企业异质性、部控制与技术创新绩效[J]. 科研管理, 2019, 40(5):134-144.
- [49]袁建国, 程晨, 后青松. 环境不确定性与企业技术创新——基于中国上市公司的实证研究[J]. 管理评论, 2015, 27(10):60-69.
- [50]刘贯春, 段玉柱, 刘媛媛. 经济政策不确定性、资产可逆性与固定资产投资[J]. 经济研究, 2019, 54(8):53-70.
- [51]BAILEY W, HUANG W, YANG Z. Bank Loans with Chinese Characteristics:Some Evidence on Inside Debt in a State-Controlled Banking System[J].Social Science Electronic Publishing, 2011, 46(6):1795-1830.
- [52]JAYARAMAN S, MILBOURN T T. The Role of Stock Liquidity in Executive Compensation[J]. Accounting Review, 2012(2):537-563.

-
- [53]苏冬蔚,熊家财.股票流动性、股价信息含量与CEO薪酬契约[J].经济研究,2013,48(11):56-70.
- [54]宋常,杨华领,李沁洋.审计师行业专长与企业费用粘性[J].审计研究,2016(6):72-79.
- [55]HECKMAN J J.Sample Selection Bias as A Specification Error[J].Econometrica,1979(1):153-161.
- [56]罗来军,蒋承,王亚章.融资歧视、市场扭曲与利润迷失——兼议虚拟经济对实体经济的影响[J].经济研究,2016,51(4):74-88.
- [57]刘行.企业的战略类型会影响盈余特征吗——会计稳健性视角的考察[J].南开管理评论,2016,19(4):111-121.